全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

逆市布局

经济危机下的经营投资策略

顶级机构研究　从容预见未来大势
企业个人投资必备　逆市之中拥抱商机

中信建投证券研究发展部 彭砚苹 主编

東方出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

逆市布局

经济危机下的经营投资策略

中信建投证券研究发展部 彭砚苹 主编

東方出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

逆市布局——经济危机下的经营投资策略/中信建投证券研究发展部 彭砚苹 主编.
—北京：东方出版社，2009.1
ISBN 978-7-5060-3389-3

Ⅰ.逆… Ⅱ.彭… Ⅲ.股票—证券交易—研究—中国 Ⅳ.F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2008）第 214198 号

逆市布局——经济危机下的经营投资策略

作　　者	中信建投证券研究发展部 彭砚苹
责任编辑	乔永真
出　　版	东方出版社
发　　行	东方出版社　东方音像电子出版社
地　　址	北京市东城区朝阳门内大街 166 号
邮政编码	100706
印　　刷	北京智力达印刷有限公司
版　　次	2009 年 1 月第 1 版
印　　次	2009 年 1 月第 1 次印刷
开　　本	787 毫米×1092 毫米　1/16
印　　张	23.75
书　　号	ISBN 978-7-5060-3389-3
定　　价	49.00 元
发行电话	（010）65257256　65245857　65276861
团购电话	（010）65273937

版权所有，违者必究　本书观点并不代表本社立场

如有印装质量问题，请拨打电话：（010）65266204

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录

总论:逆市布局 彭砚苹 /001
2009:周期下行,中国经济蹒跚突围 /001
逆市布局 /004
债券市场阔步前行 金融创新步履蹒跚 /007
关注扩张财政政策:盯住政府投资 /008
农业:在希望的田野上 /010
金融业:负重前行 /011
房地产行业:2009年将走向无限平凡 /013
信息技术领域:重点关注通信和软件行业的投资机会 /014
投资组合:在弱市中战胜市场 /016

宏观:周期下行,寻求突围 彭砚苹 夏敏仁 吴 旻 胡艳妮 /017
金融危机进化成为经济危机 /019
全球下行周期的历史观照与现实定位 /024
寻求突围:周期可以得到熨平,但无法改变 /027
亚洲金融风暴之中国镜像:比较、镜鉴与趋势判断 /030
中国经济突围的路径与主突破口 /038
小 结 /041

逆市布局下的投资策略 陈祥生 安 尉 李 静 /043
三大周期:经济周期、股市周期与流动性周期 /044
三大平衡:经济发展平衡、价值与成长平衡、流动性平衡 /049

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2009 年行业配置与 TOP 20 股票组合 / 061
小 结 / 062

金融创新:稳定市场 缓步前行 王士明 / **063**
稳定市场:推出新的金融创新业务的出发点 / 064
融资融券业务:渐行渐近 / 064
权证市场:泡沫泛滥,亟待扩容 / 065
股指期货:是否还是无尽的等待 / 067
其他金融创新业务 / 069
金融创新路在何方 / 071

债券:趋势未变,行情分化 田红勤 / **075**
宏观经济 / 076
货币政策 / 078
债券市场展望 / 079

可转债:修正预期下寻找投资机会 吴启权 田红勤 / **081**
2008 年转债市场回顾 / 082
2009 年展望:机遇大于风险 / 083

基金:内修外为,选股重于选时 吕江峰 王士明 / **089**
2008 年基金市场回顾 / 090
2009 年基金市场展望 / 092

食品饮料:消费有增长,助食品行业渡过寒冬 郑 绮 / **095**
2009 年食品行业也要过冬 / 096
2009 年食品工业各子行业分析 / 098
重点关注几类公司与投资要点 / 103

农林牧渔:惠农政策谱写农业发展新篇章 孙通通 郑 绮 / **105**
农业股的三大投资线索 / 106

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2009 年农产品价格走势判断 /106
国家惠农政策暖风频吹 /109
细分行业业绩增长趋势 /112
重点上市公司分析 /115

旅游:需求下降,首选低负债龙头股 沈周翔 /117
内忧外患,旅游需求持续下降 /118
我国旅游行业可能成为本次经济危机中影响相对较小的领域 /119
选择低负债率、高分红率的龙头股 /121

零售:消费增速放缓,零售业难以独善其身 彭砚苹 陈乐华 /123
零售业行业景气下行拐点已现 /124
2009 年展望:行业增速面临放缓压力,但不会出现衰退 /126
行业评级及投资策略 /129

服装零售:投资时尚、平价折扣类服装企业 李俊松 沈周翔 /131
经济周期放缓,服装业增速高位趋缓 /132
服装行业具备长期投资的基本面 /134
2000～2002 年美国经济滑坡时服装企业的表现 /136

银行:压力是价值的试金石 佘闵华 /141
2009 年,面临诸多挑战的一年 /142
利差缩小,银行能否顺利应对 /144
各类银行 2009 年信贷规模增长前景 /145
中短期内不良贷款规模加速增长速度将受到抑制 /147
个人贷款增速持续回落的情况将得到有效逆转 /148
经历完整经济周期有助于银行夯实基础 /149

证券:周期底部,创新难改 魏 涛 佘闵华 /153
证券业收入、利润与股指密切相关 /154
证券业步入周期性底部 /155

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

传统业务中，债券发行是亮点 / 158
创新业务步伐加快，但难改行业周期底部特征 / 159
投资策略：估值低的龙头券商具有较好的防御性 / 161

石油化工：油价下跌，看好化工新材企 赵献兵 / 163
长期油价看涨，短期油价波动 / 164
油价低位不利基础化工盈利，但化工新材企业具抗周期性 / 165
看好化工新材料与政策性价格趋稳公司 / 166

化工：民爆行业将迎来大发展 李 静 赵献兵 / 169
2008 年，行业均处于乏力时期 / 170
2009 年，看好民爆产业 / 172

无机农化：关注复合肥和农药子行业 梁 斌 赵献兵 / 177
化肥：氮肥、磷肥产能过剩，关注钾肥和复合肥 / 178
农药：除了草甘膦，我们还能投资什么 / 181
纯碱：产能增加，需求疲软 / 182
磷化工：政策调控导致磷化工景气下降 / 183
行业投资策略：关注下游需求增长 / 183

化纤：需求疲软，景气下行 差异化市场寻求机会 王春燕 赵献兵 / 185
化纤行业：经济周期中的一个典型样板行业 / 186
经济下滑、需求疲软，化纤行业走向景气底部 / 187
化纤产品售价低迷 企业接单战战兢兢 / 188
调控政策密集出台 频率创纪录 / 190
行业战略：穿差别化的鞋 走不一样的路 / 191
2009 年的投资策略 / 192

医药生物：在不确定中寻找确定投资机会 周鸣杰 罗 樨 / 193
医药行业能够抵御宏观经济下行 / 194
医改对行业的影响存在不确定性 / 195

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

确定性投资机会在哪里 / 197
重点推荐公司 / 199

港口航运:关注散货港,谨慎航运股 钱宏伟 / **201**
港口业:增速放缓加速 / 202
航运业:寒冬可能很长 / 204
上市公司分析:关注散货港,回避航运股 / 207
风险分析 / 208

航空:行业扭亏任重道远 李 磊 / **209**
行业背景 / 210
2009～2010 年市场需求预测 / 211
外部影响因素分析 / 214
2009～2010 年发展前景判断 / 215
行业类公司投资评价和建议 / 216

房地产:政策转暖 言春尚早 张朝晖 陈 莹 / **219**
景气下滑 寒冬还将持续 / 220
双重压力 上市公司 2009 年业绩增长受阻 / 223
投资建议:关注融资能力强的公司 / 225
2009 年房地产上市公司仍无法走出低谷 / 227

建筑建材:盯住政府投资 田东红 韩 梅 / **229**
积极财政政策影响剖析 / 230
固定资产投资:乐观 2009,谨慎 2010 / 230
建筑业投资策略 / 233
水泥行业投资策略 / 233
相关上市公司分析 / 236

煤炭采选:景气已过 等待回暖 张广宇 殷亦峰 / **239**
下游萎缩 需求疲软 / 240

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格松动　加速下行　/ 242
“十项措施”　拉动有限　/ 243
景气已过　等待回暖　/ 246

电力:煤价下跌未必是利好　殷亦峰　/ **249**
10 月份用电量同比下降 3.69%　/ 250
电价提高不够补偿煤价涨幅　/ 250
电煤走势可能下滑　/ 251
2009 年全国电力供需回落　/ 252
维持卖出电力行业　/ 252

通信设备:国内电信投资不确定性降低　陈　政　戴春荣　/ **255**
扩大内需政策助推 3G 发牌　国内电信投资不确定性降低　/ 256
子行业冷暖不一,手机业 3G 机恐难抵危机负面影响　/ 258
危机影响:新兴市场增速趋缓,但部分欧美厂商受打击更大　/ 259
盈利能力:成本压力缓解,但仍受限于激烈的价格竞争　/ 260
行业盈利预测及投资建议:谨慎乐观,增持　/ 261
重点上市公司　/ 261

计算机:行业机会在软件　董志强　杨　柳　/ **263**
2008 年计算机硬件业发展趋缓,软件业继续快速发展　/ 264
2009 年困难与机会并存　/ 264
2009 年硬件行业增速继续下降,软件行业继续快速增长　/ 266
软件行业的重点领域　/ 267
软件行业的重点上市公司　/ 268

电子元器件:调整周期中寻求发展　刘珂昕　董志强　/ **271**
全球电子制造业进入长调整周期　/ 272
2009 年国内电子元器件行业景气下降,关注政策影响　/ 276
行业评级“中性”,关注个股　/ 278

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

传媒:2009年抓住两条投资主线 戴春荣 高 辉 /281
传媒行业结构分析 /282
报纸发行将维持稳定增长 /282
图书出版将增长缓慢 /283
广电行业:中长期增长态势良好 /285
2008年行业表现不尽如人意 2009年业绩有望增长20% /287
投资评价和建议 /288
风险提示 /289

家用电器:2009年行业增速放缓 高 辉 戴春荣 /291
累计产量两极分化 /292
出口增速放缓,但影响有限 /294
空调行业面临严峻考验 /295
预计上市公司2009年利润同比增长20% /295
风险提示 /296

电力设备:促增长措施加大电网投资力度 陈夷华 /297
发电设备:火电下降 看好新能源装备 /298
风电:发展超预期 /300
输配电设备:促增长措施加大电网投资力度 /302
投资策略及重点上市公司 /305

有色金属:上游回落 下游回升 张 芳 郭晓露 /307
行业回顾 /308
2009年:上游回落,下游回升 /309
重点上市公司 /312

机械制造:政策引导投资 高晓春 /315
盈利质量下降,下游需求放缓 /316
铁路设备、航空制造和轴承景气度较高 /319
2009年行业压力来自需求 /322

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关注政策变化带来的投资机会 / 324
风险因素提示 / 327

铁路:资金有保障 行业迎新高 冯福章 高晓春 **/ 329**
铁路投资投向何方 / 330
未来三年的投资规模多大 / 332
钱从哪里来 / 334
铁路设备需求加大 / 337
行业看点及投资机会 / 338
风险分析 / 340

钢铁:景气下行 关注交易性机会 王 喆 张 芳 **/ 343**
宏观经济形势决定钢铁行业景气度 / 344
下游需求形势堪忧,行业面临巨大压力 / 345
高增长期已经结束,钢材出口受国际需求制约 / 346
钢材价格为供需关系之观照 / 348
原料价格回归是行业盈利能力恢复的前提 / 349
钢铁行业估值和投资策略建议 / 350

汽车制造:内外需求萎靡,亮点乏善可陈 郑 军 陈夷华 **/ 353**
全球金融危机拖累中国汽车出口 / 354
细分行业分析:子行业需求萎靡 / 355
原材料成本下降难阻毛利率下滑 / 358
汽车行业估值基本合理 / 359
行业投资策略:跟随政策节奏,挖掘资产重组 / 361
重点上市公司分析 / 363
风险分析 / 365

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总论:逆市布局

——核心观点综述

本书核心观点

(1)发达经济体衰退已成定局,欧元区的衰退较之美国更为严重,全球经济周期下行2009年低于2008年,复苏期将大于4年时间,美股可能于2009年第3季度形成长期底部。

(2)中国2009年经济将保持8%的增长,未来3年左右的时间,中国经济将步入周期性放缓阶段。中国经济突围的路径将来自于居民高储蓄、政府高外汇储备和低负债带来的廉价资本;政府投资维持高位;重组、兼并与整合的产业升级,并从多方面拉动内需增长。

(3)2009年的市场将结束2008年单边下行的局面,迎来宽幅震荡和结构性机会,指数运行区间为1 200～2 700点。

(4)市场将在“三大平衡”中出现投资机会:在中国经济平衡过程中,重点关注建筑建材、工程施工和机械设备行业;在流动性平衡过程中,货币政策放松和经济预期回稳给市场提供了资金来源,但大小非仍然成为横亘在投资者面前的一大阻碍。在价值与成长平衡的选择中,应当寻找绝对价值与确定性成长类股票。

2009:周期下行,中国经济蹒跚突围

——2009年宏观经济展望

如果要评选2008年使用频率最高的词,那么“金融风暴”、“经济危机”、“周期”与“衰退”肯定上榜。美国的金融危机还会持续吗?金融海啸对中国的冲击究竟有多大?中国经济将向何处发展?这是目前经济界最为关注的问题。

要分析预测中国宏观经济的走势,必须从金融风暴的源头谈起,即通过分析美国金融危机如何冲击中国经济,进而阐述中国宏观经济未来的走势和政策取向。

我们之所以用了“蹒跚突围”这个词,是因为它言简意赅地描述了2009年中国宏观经济的状态及发展趋势——处境艰难,必须全力应对才有可能涉险过关。

对全球经济的几个基本判断:金融危机出现拐点,经济危机已经形成,欧元区衰退较之美国更为严重,新兴经济体难以独善其身。

随着欧美为金融机构注入资本与信用的半国有化策略效用显现,信贷市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出现了回稳迹象，用于衡量货币(短期信用)市场资金充足程度的Libor-OIS息差与反映信贷市场信心的泰德利差(TED SPREAD)均有所回落，全球金融机构累计融资额与累计信贷损失的缺口也出现了缩小的趋势。

对发达经济体而言，私人消费最重要的增长引擎，正在随着消费信用的萎缩而丧失。在全球周期同步的共生体内，发展中经济体高度依赖外需来推动经济增长，且外需作为拉动发展中经济体投资与消费的杠杆作用十分明显。因此，当发达经济体的消费减少时，后者的消费内需能力难以作为发展中经济体与全球经济的增长支撑点。当发达经济体的消费这一引擎丧失时，全球经济无疑将整体陷入周期性下行阶段。虽然新兴市场的经济总量与财富总量增长十分惊人，但也难以独善其身。

在发达经济体序列里，欧元区与日本等经济体由于产业分工的秩序，作为高端制造业者及位于美国之后的主要金融中心区，受到的波及将更为严重。尤其是欧元区，由于房地产市场泡沫更加严重、金融危机更加剧烈且出口快速萎缩，其衰退的空间较之美国更大。

全球经济陷入L型走势，2009年见于底部。由于本次下行周期出现于贸易与金融都更加全球化的时期，且冲击主要来自于银行业相关金融危机；因此，下行的波及范围更广、持续时间更长，整体经济可能步入L型走势。根据20世纪90年代后大型金融危机所致周期下行样本的事件性实证分析表明，金融危机所需要的恢复季度均值为15.8个季度左右，约为4年时间。因此我们判断，在2009年上半年全球经济见底，此后略微反弹且长时间落于较低速的增长，可能要等到2012年左右经济方能强劲复苏，而美股要到2009年第3季度才能形成底部。

目前欧美施展的货币政策空间有限，且难以降低资金成本；而财政政策虽可熨平周期，但是长期趋势难以根本改变。

一、金融风暴冲击下中国宏观经济的趋势判断

2008金融风暴对中国经济的冲击正在呈现恶化的趋势，其冲击程度尤甚于1997年的亚洲金融风暴。

(1)GDP增速：2008年的经济形势从总体看依然还是呈现快速回落趋势。我们估算GDP单季回落8.5%，全年降至9.5%，2009年全年的GDP增速为8.0%。

(2)进出口：2009年出口的明显下滑已成定局。中国资本市场的大幅下挫，可能是对这种中美经济相互依存关系的反映，是对美国金融风暴可能对中国经济形成较大冲击的一个预期表现。初步预计，2009年出口增长9.8%，进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

口增长9.6%。

(3)消费:从历史上看,一般当投资和经济增长出现减速情形时,通常意味着消费增长也将达到顶点,经济开始进入收缩期,而后消费增长将随之回落。2009年消费增长将呈回落趋势。初步预计,2009年全社会消费品零售额名义增长10.8%左右,实际增长10.2%。

(4)固定资产与房地产投资:预计地方投资在中央投资及中央政策的牵引下,2009年将开始"急行军";预计2009年全社会固定资产投资名义增长率有可能回落至18.6%左右,实际增长17.4%左右。

(5)财政与货币政策:为应对通货紧缩,预计下一阶段央行还会继续加大货币政策的放松力度。一方面,为支持扩大内需,增加货币供应和信贷投放;另一方面,通过降息和下调存款准备金率等措施来保证银行体系流动性,进而达到充分供应和引导市场预期的目的。

(6)利率:降息空间仍然存在,2009年还可能再降81个BP。

(7)存款准备金率:为释放流动性,存款准备金率还至少会降5个百分点。

(8)人民币汇率:内外因素博弈下的选择——2009年人民币汇率走势依然将面临人民币升值的外压和促进国内出口增长的贬值内压。因此,2009年人民币汇率走势将持续趋于稳定,可能会出现阶段性的小幅波动。由于受促进出口等"保增长"措施的影响,未来人民币对美元汇率将小幅波动,可能会出现阶段性贬值,但以一篮子货币衡量的有效汇率会保持均衡。

(9)与1998年相比,政府财力尚有较大空间:中国拥有充裕的外汇储备,足以应付资金外流,因而,国家施行反周期的财政政策空间较大。由此可见,未来几年施行扩张性的积极财政政策有其合理的历史依据与支点。

(10)中国经济突围的路径与主突破口:应对当前的经济困局,政府投资牵引仍将是推动经济增长的突破口。未来两年,投资会成为拉动中国经济增长的最大亮点,并最终向内需拉动转变预计。"4万亿经济刺激计划"对名义GDP的贡献将近1.7%,对实际GDP的贡献也将超过1.5%,对消费的拉动效应也将达到0.4%左右。

(11)通胀与通缩:2008年通胀阴云已逝,通缩风险正浓。萨谬尔森对通缩的定义可概括为"两下降、一伴随",即价格、成本及货币供应量普遍的持续下降,并伴随着经济衰退。还有一个简单的判定指标就是消费者物价指数连跌两季。

1997年亚洲金融危机之后,我国在1998～1999年始终面临通货紧缩问题。从近期公布的宏观数据来看,物价水平持续走低、货币供应量持续下降(尤其是M1增速下降剧烈)和经济增速下滑的势头愈加明显,显示出我国正面临通货紧缩风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、总结

当前中国经济的回落是国内及国际经济作用相互交织的结果，也是经济增长周期的必然，做好“过冬”准备才能有备无患；世界经济增长周期性变化和国内周期性因素相叠加，加大了2009年经济进一步向下调整的压力；未来3年左右，中国经济将步入周期性放缓阶段。

国际大宗商品期货价格出现快速下跌，物价水平持续走低、货币供应量持续下降，经济面临通货紧缩风险；为应对经济下行，货币政策还会进一步放宽。

2009年，政府投资牵引仍将是推动经济增长的突破口。而经济突围的另一侧重点将是产业升级，但其重心移向重组与兼并。

虽然2009年中国将面对极为严峻的挑战，但是高储蓄、人口红利等支撑经济长期增长的内在条件没有发生根本改变，支持经济较快增长的长期因素依然在起作用，如能正确应对，2009年中国经济仍能保持8%以上的增速。

逆市布局

——2009年投资策略展望

2008年，对于中国股市来说是惨痛的一年，从最高点计算，A股的最大跌幅已经超过了70%。在我们震惊于A股大幅下挫的同时，世界范围内的主要股票市场也都出现了大幅重挫，是什么原因导致了世界范围内的股灾呢？在经济、流动性和股市周期之间存在怎样的规律？站在岁末年初之际，我们应该如何看待2009年的市场，又该如何谋划布局呢？

一、三大周期：在周期中寻找规律

从一个经济运行的长周期来看，经济危机、股市危机、金融危机往往相运而生，三者所体现出的周期性也可以归结为经济周期、股市周期与流动性周期。股市历来被称作经济的晴雨表，其相关关系不言而喻。而随着全球虚拟经济规模日益扩大，流动性周期与股市周期结合越发紧密，流动性对市场的影响也逐步加大。

我们比较了美国和日本股市周期与流动性周期的情况。就美国而言，股市由熊转牛之前，往往都表现为流动性的首先复苏，领先的时间在3～12月之间。而在股市下跌之初，往往伴随着流动性同步的紧缩。特别是对于本次次贷危机之前，流动性早在2006年年末就开始出现明显的萎缩，而股市仍然一路高歌猛进，直到2007年8月次贷危机爆发，股市才掉头向下。流动性周期给予股市的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

预警作用，在这次危机中体现无疑。就日本而言，股市周期与流动性周期相关性更为明显。流动性由松到紧或由紧到松成为股市重要的指导性指标，其领先的时间在3～6个月之间。

就中国而言，股市周期与流动性周期同样具有极高的关联性。股市的上涨往往伴随着流动性的同步提高，其时间差在3～12月不等。而在市场筑底的过程中，M2增速通常比M1快6%～13%，最新的统计数据显示，我国2008年10月份M1与M2增速缺口为6.17%，显示出流动性正在复苏，市场进入筑底阶段。

二、市场判研：在筑底中寻找答案

我们分析了美国股市历次大的调整，统计显示，美国股市大的调整幅度都在30%以上，平均历时15个月，波谷平均估值水平为12.5倍。对比而言，中国股市大的调整幅度在40%以上，平均历时20个月，波谷平均估值水平为27倍。通过上述比较可以看出，就时间而言，本次调整似还嫌短，但就空间而言已经远超平均跌幅。

我们认为此次市场大幅调整，除去经济和上市公司盈利方面，最重要的是大小非产业资本直接进入二级市场套利。通过对产业资本减持和与海外股市估值比较，我们认为2009年市场运行点位在1 200～2 700之间。

表1 上证指数点位预测表

	资 产回报率	PE	沪指点位	沪指点位 2008年净利增长10%	沪指点位 2009年净利增长5%
产业资本要求长期回报	11.77%	8.5	1 092	1 201	1 261
产业资本要求最低回报	5.58%	17.9	2 302	2 533	2 659
世界主要股指		12	1 542	1 696	1 781

资料来源：中信建投证券研发部

三、三大平衡：在平衡中战略布局

在当前我国宏观调控政策向保增长转变、股市进入筑底阶段以及流动性微露曙光的情况下，该如何找出选择投资标的呢？接下来我们将从经济发展平衡、流动性平衡和价值与成长平衡三个角度进行阐述。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当前的世界经济正经历着从消费国到生产国的再平衡，而作为生产国的中国也在积极主动扩大内需来对冲全球经济下滑和努力谋求发展模式变化。而紧跟政府做投资，找寻受益于国家保增长政策的企业成为一条可行的思路。在“国十条”政策中，涉及的方面主要有基础设施建设、安居工程、教育医疗、自主创新等，而从受益板块来看，主要集中在建筑建材、工程施工和机械设备方面，对于医药、节能环保和科技创新等板块投资者也应给予足够重视。

在流动性平衡上，货币政策放松和经济预期回稳给市场提供了资金来源，但真正影响资金需求的因素是二级市场的减持。一方面是因为非解禁的金额巨大，一旦减持抛售，对市场的流动性会造成巨大的威胁；另一方面，限售股的成本很低，一旦解禁，减持的动力将很大，尤其是不考虑公司发展及控制权的小非。而且，大小非减持并不像 IPO 发行和再融资增发那样能够从政策方面进行有效的调整和限制。从时间上来看，2009 年的大小非解禁在前 5 个月和 10 月份的规模相对较大。从行业构成上来看，材料、能源、资本货物、技术硬件与设备及汽车与汽车零部件占比相对较高。

投资价值股和成长股历来就是投资界两种不同的风格。价值投资者更关心投资的安全边际，期待以低廉的价格买入。成长型投资者则更关注市盈率中业绩的因素，对当前价格不敏感。而在目前宏观经济不明朗、上市公司业绩变动剧烈的情况下，无论是价值型投资者还是成长型投资者都面临考验。我们认为，寻找绝对价值和确定性成长类股票在当前形势下是一种较好的策略。

就绝对价值而言，我们用重置成本进行考察，目前托宾 Q 值小于 1 的公司占比与 2006 年的情况基本持平，但目前的市盈率却比 2006 年的市盈率缩水过半，所以从这个角度看，目前的 A 股市场的投资价值已经开始显现。同时，我们对 Q 值处于 1～1.5 之间的上市公司也进行了统计，就价值而言，有 65.49% 的上市公司是处于核心区间的低位。而在确定性成长中，我们认为 2009 年的确定性成长类股票主要分布在非周期和高景气度的行业中。结合行业分析师观点，我们认为非周期行业中的医药、科技、教育、公用事业和必需消费品值得关注。而在高景气度行业中，我们建议投资者关注农业、新能源、铁路设备和工程机械等。

通过上述分析，我们认为从大类资产配置角度来看，股票资产正逐步变的有吸引力，而在流动性逐步复苏的情况下，战略性布局股市的时机正在显现，但是同时鉴于我国宏观经济形势依然严峻，上市公司业绩情况还未好转，我们认为在行业配置上应该“顺应周期，突出主线”。具体的行业配置见表 2。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2 中信建投 2009 年行业配置策略

行业	影响因素	景气趋势	投资评级
交通运输	油价变化、需求下滑	持平	中性
周期性消费	财富效应、消费缩减	下降	减持
非周期性消费	政策支持、需求稳定	上升	增持
工业	国十条、基础设施建设	上升	增持
公用事业	价格机制	持平	中性
信息技术	产业升级、新技术应用	上升	增持
金融	宏观经济、降息周期	下降	中性
基础材料	价格回落、需求下滑	下降	中性
能源	价格机制、需求	持平	中性

资料来源：中信建投证券研发部

就主线方面的选择而言，我们看好以下四大主线：一是紧跟政府投资，推荐铁路设备、工程建筑、机械设备；二是投资绝对价值，关注大幅跌破重置成本的个股；三是寻找确定性成长，关注非周期行业中的医药、科技和必需消费品，同时关注高景气度行业中的农业、新能源等；四是市场大幅下跌以后，并购重组将会迎来黄金时期。

债券市场阔步前行　金融创新步履蹒跚

一、债市：市场大扩容　收益率低位运行

2009 年将形成外汇占款与公开市场投放大体并重的基础货币投放格局。在适度宽松的货币政策下，2009 年 M2 增速目标值是 17%，银行体系综合准备金率将首先调至 13%～14% 的水平，后续可能视情况调至 11%～12%。由此测算 2009 年基础货币合理投放量约为 15 000 亿元，据此推算 1Y 央票发行量可能在 4 000亿～9 000 亿元，约为 2008 年 1Y 央票发行量的 20%～40%。

经济增速的放缓、通胀的较快回落以及政策的宽松，为债市运行提供了良好的外部环境。但在 2008 年透支性行情之后，2009 年债市多头行情将趋于两极分化的走势。一方面，避险需求支持国债、央票等利率产品的收益率继续低位运行；另一方面，信用债的价格更趋波动，收益率可能阶段性上升。

2009 年央票的大幅减量支持短期收益率继续下降并低位运行，收益率曲线短端承压；长期国债供给显著增加的预期将对收益率曲线的长端起到支撑作用，2009 年收益率曲线可能将保持一定的陡峭度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2009年各类信用产品将继续大扩容。在信用风险上升的背景下，信用利差趋于增宽，信用产品的收益率将更具吸引力，其相对投资价值更突出。

从普通可转债的发行和成交情况看，可交换债券短期内的市场容量不会很大，两者合计预计2009年发行量不会超过300亿元。但分离交易可转债依然会有较大增长，预计规模有望达到1 000亿元。

二、金融创新：稳定市场　缓步前行

高杠杆金融工具的大量使用，无疑使这次金融危机爆发时对市场更具破坏性。在全球对金融衍生产品充满疑虑和诟病的背景下，我国金融创新业务的推出将变得更为谨慎，能否有助于稳定市场将成为2009年新的金融创新业务推出的出发点和立足点。

(1)融资融券。融资融券业务的推出被市场各方看成是稳定市场的举措之一。短期内融资融券业务规模将只有数百亿元，最多不会超过1 000亿元。融资融券业务推出初期对市场走势的直接影响非常有限，更大的影响是在心理层面。同时，对券商盈利的影响也非常有限。

(2)权证市场。尽管沪深权证市场权证数量很少，但2008年总成交金额蝉联全球第一已成定局。挂牌数量的过少造成了权证高度的投机性和极度的泡沫化。预计2009年新发行权证数量将会小幅增长，主要来源依然是分离债，备兑权证短期内不会启动。

(3)股指期货。股票市场的总体规模已使规避风险的要求相当强烈，社保基金等对风险控制要求非常严格的资金的大量入市无疑呼唤着避险工具的尽快推出。但在全球金融危机肆虐的背景下，股指期货仍会在质疑与期待中徘徊，其推出恐怕还将延后。

(4)REITs。REITs的推出尽管尚有法律障碍，但作为稳定房地产市场的一项举措，仍然是可以期待的。

(5)金融创新的发展趋势。对场外交易的全面监管并加强国际间的合作是未来市场监管的必然选择；场内交易衍生产品依然有很好的发展空间；金融产品的设计不宜过于复杂，其投资链条不宜过长；衍生品的避险功能将更加被重视，而其投资功能相应弱化；跨境交易和高杠杆对冲基金的发展会受到进一步限制。国际金融创新的发展趋势也是我国未来金融创新的发展之路。

关注扩张财政政策：盯住政府投资

在全球性金融危机影响下，市场对2009年经济形势都难以乐观。在这样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的背景下，我国政府适时推出了大规模刺激内需的投资方案。在市场预期普遍下滑状况下，我们认为受益于扩张政策影响而具有明确增长的行业和板块在2009年更具有投资机会。

2008年11月5日国务院常务会议，确定进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施，并确定了4万亿投资计划。意在通过这种积极的财政政策稳定市场信心，拉动经济增长，平缓经济下滑趋势。这4万亿的投资，表明政府已经在发出一种信号，未来还会有一系列的相关投资措施拉动经济增长。我们看重的不是其4万亿规模，而是所发出的信号和政府主要投资的领域。从其投资的导向上来看，主要集中在基础设施建设、民生以及产业升级。最明确的当属加大基础设施建设，特别是铁路建设，已经成为这次投资的重中之重。

根据当前的经济形势，结合1997年亚洲经济危机时的状况，在分析固定资产投资资金来源变化的基础上，我们认为本次扩张政策将会带来2009年固定资产投资增速的进一步加速，从而拉动多个行业的快速增长。其中受惠最明显的当属铁路建设，铁路基建以及铁路设备会快速增长；其次受整体投资增长的拉动，建筑建材以及钢铁也成为受益最明显的行业，而受建设规模扩大的带动，工程机械行业需求也会保持增长；最后，在促进产业转型和新能源领域，电网的加速发展会带动电力设备的子行业输配电设备依然快速发展，而风能和核能的投资加大也会加大该领域的设备投资；政府在加大民生领域投资中，受惠最明显的当属房地产和农业领域，但由于房地产投资主要集中在保障性住房方面，农业领域主要在基础建设和补贴上，上市公司直接受惠较少，很难形成直接的受惠板块。

正是基于上述分析，我们认为2009年投资策略中，在围绕政府投资受惠的领域方向上，主要关注的明确行业和板块如下。

第一，建筑业中主要从事基建的上市公司，它们由于基础建设投资的明确拉动，行业会持续景气并快速发展，业绩预期明确且会快速增长，必将成为投资亮点之一；上市公司中不乏还有估值较低的公司如葛洲坝等。

第二，建材行业中的水泥将受益于基础设施建设的拉动，需求也会得到提升，从而进一步缓解当前的供求关系，使得该行业的利润水平得到保持，而上市公司的扩张和行业整合以及煤炭价格的下跌，有助于该板块上市公司利润的继续增长，如规模快速扩张的冀东水泥。

第三，本次扩张政策中的重点——铁路投资，特别是高铁项目投资，必然拉动铁路设备类公司的快速增长，包括生产铁路桥梁支座的时代新材、生产高速火车轴的晋西车轴、生产铁路紧固件的晋亿实业和生产动车组的中国南车都可能成为关注的重点。

第四，工程机械中受建设投资规模扩大的拉动，最受惠的当属主要生产挖

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

掘机、推土机的上市公司，因此可以关注山推股份和三一重工。

第五，受益于"国十条"中的"完善农村电网"、"加快城市电网改造"影响，输配电子行业的上市公司将依然能保持快速增长。而"支持重点节能减排工程建设"，加大风电和核电建设，以及风电和核电设备国产化率的提高，也使生产领域设备的上市公司收益。因此，建议关注输配电及新能源装备龙头公司：特变电工、天威保变、平高电气、金风科技、东方电气等。

第六，对于钢铁行业，尽管此次"十项措施"的出台对钢铁行业整体需求起到一定的积极作用，但是我们认为这仅仅是缓和了行业供需矛盾，而未来行业整体需求下滑的趋势不变，政策影响面仅限于建筑钢材、铁道用钢材方面，难以从根本上改变目前行业景气下滑的趋势，我们仍然维持对钢铁行业"中性"评级，从直接受益投资拉动的钢铁公司中看，可以关注鞍钢股份。

农业：在希望的田野上

水桶理论告诉我们：一只桶能装多少水，不是取决于其长板，而是取决于短板。中国农业生产效率不高、农民生活水平和素质较低，农村社会环境处于相对落后状态，"三农"问题如果解决不好，必将成为制约未来中国经济可持续发展的短板。

2003 年开始，中央重新将"三农"问题作为经济工作的重中之重，自 2004 年开始连续五年的一号文件都是关于"三农"问题的。这些文件的出台将加快城乡统筹的进程，随着一些划时代意义的重大事件实施，标志着中国农业正式向现代化迈进、中国二元经济结构将随着城乡一体化进程而终结。拥有 7 亿人口的中国农村正在经历着历史性巨变。

短期内看，"三农"问题的焦点是农民问题，如果将"三农"做个排序的话，则是农民、农村与农业。从历次一号文件题目我们就能看到这一点：

2003 年 16 届三中全会——《确立科学发展观，确定"多予、少取、放活"的方针》；

2004 年中央一号文件——《减免两税、三项补贴、四项基本保障》；

2005 年中央一号文件——《提高农业综合生产能力，增加农民收入》；

2006 年中央一号文件——《建设社会主义新农村》；

2007 年中央一号文件——《发展现代农业》；

2008 年中央一号文件——《加强基础设施建设，促进农业发展农民增收》；

2008 年十七届三中全会——《促进城乡经济社会一体化，完善土地流转制度、增加农民收入》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上述文件无一不是围绕提高农民收入来阐述。2006年和2007年一号文件尽管在字面上没有提到增加农民收入，但2006年在全国范围内全面取消农业税；2007年起对全国1.48亿农村义务教育阶段中小学生全部落实免除学杂费政策，将新型农村合作医疗制度扩大到全国80%以上的县，在全国范围建立农村最低生活保障制度。2007年农民人均收入4 140元，增长幅度达到12.3%（扣除物价涨幅）。这是多年来首次。

当前农民收入由四部分组成：一是出售农产品，二是外出务工，三是财产性收入，四是转移性收入。政府已经明确将继续提高2009年粮食收购保护价格，提高幅度大约在15%，农民出售粮食收入将有所提高；同时农民土地流转有了政策上保障，农民财产性收入会有所增加；2009年政府还将延续良种、农资和农业机械三大补贴，农民转移性收入还将有所提高。而工资性收入方面存在一定不确定，随着4万亿投资陆续落实到项目，就业岗位就会增加，将有助于农民务工收入提高。

我们认为，只要有利于农民增加收入的事政府会大力扶持，对农民增收有负面影响的政府就会控制。这让农资行业、农机行业和种子行业面临着有销量和收入，但利润不高的局面。国外农业企业巨头掌控着产前、产中和产后的完整的产业链条，从而获取高额的垄断利润。但中国农业服务型企业和农产品加工规模小，产业链单一，这类公司利润不能得到有效保障。

加大农村基础设施投入，对增加就业岗位，提高农民收入非常有利。以14%的世界耕地养活了25%世界人口，中国农业不能简单归结为落后，但相比发达国家，中国农业还远没有实现现代化。农村公共环境和农业基础设施还非常薄弱。而基础设施建设必须依靠政府财政大幅度投入。不仅包括水利设施、农村电网系统、道路交通、土壤改良等硬件，还包括农民培训、饮水和沼气工程、防疫体系建设等等软实力建设。通过改善公共环境和基础设施水平，来推动农业增产，提高农民收入。

总的来说，我们非常看好农业前景，但谨慎看好农业上市公司投资。我们认为具有中长期投资价值的公司有：北大荒（把它看成一个大农民，业绩将受益于农产品价格提升和土地出租费提高）、双汇发展（积极延长产业链条，受益于生猪价格下跌，具有较高的品牌价值）。

金融业：负重前行

我们用"负重前行"来描述对2009年中国经济下行中金融业的判断：银行业业务增长将放缓，但部分业绩低估和处于特殊发展阶段的银行值得关注；证券业将处于行业周期底部，创新业务很难对券商业绩改善作出很大贡献；看好本源业务占比高的信托公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于银行业，从我国港台及韩等地经验来看：(1)净利差或净息差领先于银行股反弹4～6个月；(2)不良贷款率(NPLR)一般会在GDP见底后3个季度左右达到顶峰；(3)银行股或大盘在GDP见底时或延后3个月见底。GDP每下滑1%，银行不良贷款率约增加0.3%。2009年中国银行业面临形势：首先，净利差面临收益和成本的双重压力。央行可能的降息将导致生息资产收益率将有所下降，但负债结构中定期存款因素对资金成本的影响将有所减弱。假设未来三次每次27个基点对称性降息，则上市银行利差平均将比2008年末下降30～40个BP。其次，最大的风险来自于不良贷款的反弹。贷款规模快速扩大稀释了不良贷款、企业效益不断提升、抵押品价值提升等促使不良贷款下降的有利因素已大大削弱。随着经济周期向下运行，银行新增不良贷款将较快暴露。实证分析表明，2005年以来中国GDP增长率与不良贷款率为负相关，其中投资增长率增加1%，则银行业合计不良贷款率上升0.3%。因此，我们不应高估投资拉动的经济复苏带给不良贷款的舒缓作用，对于经济刺激方案的影响要慎重分析。目前次级债和两房债风险不大。由于房价高涨期商业性房贷占全部贷款余额比例较低，因此除非房价大幅下跌，银行面临的风险不大。最后，大型银行将适当扩大信贷资产规模，但其信贷规模扩张速度与GDP增速密切相关。中等规模股份制银行普遍受到资本充足率和贷存比的制约，信贷扩张将继续放缓，但仍将高于大型银行。部分大型城市商业银行资本充足率高，贷款扩张的潜力较大。此外，产业升级整合带来的兼并收购也将为银行信贷规模提供新的动力。

我们测算，上市银行2009年和2010年的资产增幅和净利润增幅分别为12.34%、12.55%和2.51%、3.23%。我们认为银行业经历完整的经济周期有助于银行业夯实基础，从一个更高的起点出发。短期内净利差收窄和资产质量下降对银行中短期盈利能力产生一定负面影响，我们给予银行业中性评级。建议关注两类银行，一类是目前处于特殊发展阶段，受本轮国际国内经济下行影响较小，资产扩张能力较强的银行，如北京银行等；另一类是具备相当资产规模，目前总市值较低，资产收益能力有较大提升空间的银行，如华夏银行、深发展等。此外，部分严重超跌，市场对于其资产质量和盈利能力的未来走势过于担忧的银行如兴业银行、民生银行等也具有较大投资机会。

证券业收入和利润与股指密切相关，2009年债券承销是亮点，经纪业务和股票承销将比2008年有较大幅度下降，处于周期底部。券商创新步伐将大大加快，但融资融券初期试点规模很小，因此2009年为券商带来的增量收入较小。我们看好估值低、无解禁压力的龙头券商—中信证券(600030)。对于信托业，我们看好本源业务占比高的信托公司—安信信托(600816)，中信信托借壳安信信托完成后拥有两块信托牌照，并进入上海市场；其高端信托产品有较大影响力等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

房地产行业:2009年将走向无限平凡

一、景气下滑,寒冬还将持续

2008年的房地产销售,遭遇了前所未有的冲击,自1998年国家取消福利分房以来房地产行业高速发展的黄金十年暂告一段落。2008年国房景气指数持续下滑;商品房销售持续出现负增长;空置面积快速上升;土地购置面积增速急剧下滑;企业获得贷款难度加大;期房销售不佳导致定金和预收款比重下降;投资扩大和成本上涨加大企业支出;资金紧张已威胁企业生存。如销售市场不回暖,企业的资金压力就不会得以缓解,2009年房地产行业寒冬还将持续。

二、外患内忧,政策已经转暖

次贷危机导致我国出口增速下滑,使得拉动中国经济增长的重任落在扩大投资和内需上。但住房、医疗、教育、失业等保障系统的不完善、财富的缩水、众多低收入的农村人口和消费习惯等因素极大削弱了内需对经济增长的拉动力。为此,投资的增长尤显迫切。房地产投资对拉动投资的作用和对地方财政的贡献促使各级政府对房地产的调控政策已经转暖。从近期出台的暖市新政来看,地方政府和中央政府及公积金都有不同程度的让利,而开发商没有主动让利。在此意义上,开发商是最大的赢家,银行是最大的输家。现在的政策意在降低购房成本,但目前高房价和人民预期收入增长下降已提前对冲了调控政策转暖带来的利好,对扭转清淡的房地产交易作用有限。

三、双重压力,上市公司2009年业绩增长受阻

房价相对自住型购房群体的购买力过高和房价的下跌预期抑制了投资需求,并导致商品房供过于求。中央政府3年新增9 000亿元的投资计划着重点放在保障性住房,虽能推动房地产投资额的增长,但对以商品房开发建设为主的房地产上市公司的业绩增长帮助不大。经济适用房的增量必将分流部分自住型购房者,同时对中低档商品住宅价格产生一定冲击。2008年前三季度房地产上市公司预收账款同比增速大幅下滑97.22%,极大影响了2009年的业绩增长。如目前的销售状况在2009年上半年得不到改观,2009年房地产上市公司整体业绩可能出现零增长甚至负增长。2009年房地产行业将走向无限平凡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四、投资建议：关注融资能力强的公司

综合考虑房地产销售情况和预收账款结转情况，我们预测房地产上市公司2008年全年利润增长率约为15%，但2009年整体业绩可能出现零增长甚至负增长。考虑到2009年业绩的下降和房价下跌因素，目前房地产上市公司2008年18.1倍的市盈率和1.98倍的市净率仍然较高。为此，我们继续维持自2007年9月以来对行业中性的评级。在资金紧张的情况下，未来的机遇属于融资能力强的公司，结合上市公司大股东可发行可交换债券政策的实施和融资融券业务将适时推出的背景，建议关注股东背景雄厚、现金充沛、融资能力强、存货周转快、产品结构多元化、市值较大的房地产上市公司，如保利地产、招商地产、北京城建、金融街等；规避产品结构单一的住宅开发类公司，特别是2007年高价拿地的公司。

信息技术领域：重点关注通信和软件行业的投资机会

信息技术产业在我国经济转型和实现“保增长、促发展”目标中占有重要地位，这是因为：(1)信息技术产业受经济周期影响较小；(2)信息技术是自主创新的核心产业，而自主创新是经济转型的主要基础，也是未来经济增长的引擎之一，因而信息技术产业充当了经济转型“催化剂”和经济增长“倍增器”的角色；(3)3G投资等带来近期机会。因此无论是从长期还是短期来看，信息技术产业都值得关注。我们认为2009年该产业主要投资机会集中在通信和软件行业。

一、通信服务业3G网络建设启动，发展确定性强

国内通信服务业已由高速增长期进入稳定增长期，行业增长受经济下行影响较小。3G牌照将于2008年底或2009年初发放，2009下半年国内3G服务将全面铺开，电信业进入投资扩张期，2008～2010年累计电信投资额达约9 000亿元。随着电信、联通重组初步完成，全业务竞争已正式开始。预计短期内，中移动可维持2～3年的“一家独大”格局，但此后电信、联通将逐渐崛起。基础设施共享、号码携带、不对称结算等已经或可能推出的新监管政策总体上有利于电信、联通竞争地位的改善。

运营商2008年业绩增速约15%，2009年因受竞争加剧、资本开支增加带来折旧增加、3G运营初期营销费用增加等因素制约，增速下降到约10%。给

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

予电信运营业"中性"评级。A股上市公司中国联通短期业绩受制约，但由于在3G时代获得最主流3G牌照——WCDMA牌照，长期机会大于风险，有望跻身主流运营商，2009年将是非常好的波动性投资品种，投资者可择机介入。

二、通信设备行业，景气向上

作出这个判断的原因在于：第一，3G、FTTx推动国内通信设备业需求景气上行，预计2009年国内电信投资同比增速达到25%～30%，2010年高位平稳，2011年开始周期回落；第二，华为、中兴等占国内无线系统设备的份额将从2G时代的不到20%提高到3G时代的50%以上，带动国内行业龙头企业和产业整体竞争力更上层楼；第三，虽然金融危机迟缓国外运营商投资，将降低国内厂商2009～2010年对新兴市场的出口增速，但北电、摩托罗拉等国际巨头的艰难处境可能反而增加中兴、华为开拓北美市场的机会。因此我们认为，行业内龙头公司2009年增长态势明确，投资机会较大。

预计行业重点公司2008年、2009年利润增速为38%和40%，目前股价对应2008年约18倍、2009年约13倍PE，接近历史底部水平，给予"增持"评级。重点推荐中兴和烽火通信，前者依然是国内3G建设最主要受益者，后者将从国内光纤接入建设中获得战略性增长机会。行业投资风险在于激烈的价格竞争可能侵蚀毛利率，以及国际业务可预见性降低。

三、软件行业2009年依然会保持较快增长

我们认为影响软件行业的有利因素有：第一，我国软件企业主要面对国内市场，而国内企业和政府的信息化空间还很大，软件应用需求处于长期增长过程中；第二，国家拉动内需的各种政策可望使宏观经济保持8%左右的增长速度，政府加大投资铁路、公路、机场、电信等领域的举措对进一步拉升软件需求有很大帮助。不利因素是出口受阻将影响中小企业对软件的需求。

综上，我们认为国内软件行业在下列领域有较大的机会：电信行业应用软件、铁路行业应用软件、机场行业应用软件、政府管理软件、企业管理软件等。目前软件行业的平均市盈率是19.98倍，未来三年的年均增长潜力约为30%，我们给予增持评级，建议重点关注用友软件、科大迅飞、远望谷、川大智胜等公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资组合:在弱市中战胜市场

表 3 中信建投证券 2009 年 TOP 20 股票组合

公司代码	公司名称	行业	公司代码	公司名称	行业
600068	葛洲坝	建筑	600161	天坛生物	生物制品
000401	冀东水泥	建材	600276	恒瑞医药	生物医药
600458	时代新材	铁路设备	002230	科大讯飞	计算机
002122	天马股份	普通机械	600588	用友软件	计算机
600550	天威保变	电气设备	600816	安信信托	信托
600674	川投能源	电力生产	601169	北京银行	银行
600050	中国联通	通信运营	002251	步步高	零售
000063	中兴通讯	通信设备	600598	北大荒	种植业
600028	中国石化	石油化工	000895	双汇发展	食品加工
002170	芭田股份	化工产品	600547	山东黄金	有色金属

资料来源:中信建投证券研发部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

宏观:周期下行,寻求突围

金融危机出现拐点:信贷市场开始回稳,全球金融机构累计融资额与累计信贷损失的缺口也出现了缩小的趋势。

经济危机已经形成:在发达经济体而言,私人消费最重要的增长引擎,正在随着消费信用的萎缩而丧失。在全球周期同步的共生体内,发展中经济体高度依赖外需来推动经济增长,且外需作为拉动发展中经济体投资与消费的杠杆作用十分明显,当发达经济体的消费减少时,后者的消费内需能力难以作为发展中经济体与全球经济的增长支撑点。2009 年全球经济将同步步入周期下行时期,且衰退可能性极大。

全球经济陷入 L 型下行周期:根据 2090 年代以来大型金融危机所致周期下行样本的事件性实证分析表明,金融危机所需要的恢复季度均值落于 15.8 个季度左右,约为 4 年时间。因此我们判断,全球经济将于接下来长时间落于较低速的增长,强劲复苏可能需要等到 2012 年左右。

美股于 2009 年第 3 季度形成底部:分析第二次世界大战以后发达经济体中 18 次银行业金融危机的数据以及其中 5 次规模较大、对于实体经济影响较大的银行业金融危机的数据,二者结合,我们判断美股将于 2009 年第 3 季度形成底部。

货币政策空间有限,且难以降低资金成本:通胀回落速度快于利率下降速度,信用风险溢价的高企,以及通缩预期的形成,使得资金成本很难随着货币政策的使用而得到降低。

财政政策可以熨平周期,但无法改变周期:财政刺激计划难以改变信贷周期,而消费和投资都受到信贷周期的影响,因此美国经济的周期无法通过财政刺激而得到扭转。此外,对于扩张性财政政策和稳健财政政策的历史分析表明,经济周期可以熨平,但是长期而言难以根本改变。

亚洲金融风暴之中国镜像:比较、镜鉴与趋势判断

2008 金融风暴对中国经济的冲击正在呈现恶化的趋势,其冲击程度尤甚于 1997 年亚洲金融风暴。两次危机面对的国际、国内环境,政策措施有很多相似之处,通过对比,我们可以从中汲取教训,并从解决 1997 金融危机的成功经验中获得有益的借鉴,寻找解决当前危机的突围路径。

(1)进出口:估计 2009 年外贸顺差有可能保持一定增加,进而净出口对经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

济增长的贡献可能会好于2008年。初步预计,2009年出口增长9.8%,进口增长9.6%。

(2)固定资产与房地产投资:地方投资在中央投资及中央政策的牵引下,预计在2009年"急行军",有可能爆发式增长;预计2009年全社会固定资产投资名义增长率有可能回落至18.6%左右,实际增长17.4%左右。

(3)金融财政:与1998年相比,政府财力尚有较大空间;中国拥有充裕的外汇储备,足以应付资金外流,因而,国家施行反周期的财政政策空间较大。因此,未来几年施行扩张性的积极的财政政策有其合理的历史依归与支点。

(4)GDP增速:我们判断,四季度从总体趋势看依然还是呈现快速回落趋势我们预计GDP单季将回落8.5%,全年将降至9.5%,2009年全年的GDP增速为8.0%。

(5)货币政策:为应对通货紧缩,预计下一阶段央行还会继续加大货币政策的放松力度。一方面,为支持扩大内需,增加货币供应和信贷投放,另一方面,通过降息和下调存款准备金率等措施来保证银行体系流动性充分供应和引导市场预期。

(6)利率:降息空间仍然存在,2009年还可能再降81个BP。

(7)存款准备金率:为释放流动性,存款准备金率还至少降5个百分点。

(8)人民币汇率:内外因素博弈下的选择——2009年人民币汇率走势依然将持续面临人民币升值的外压和促进国内出口增长的贬值内压。因此,2009年人民币汇率走势将持续趋于稳定,可能会出现阶段性的小幅波动。可能会出现阶段性贬值,但以一篮子货币衡量的有效汇率会均衡升值。

(9)中国经济突围的路径与主突破口:应对当前的经济困局,政府投资牵引仍将是推动经济增长的突破口。预计4万亿经济刺激计划对GDP的贡献将超过1.5%。对消费的拉动效应为0.4%左右。此外,行业内重组兼并与整合的产业升级也将引领中国经济突出重围。

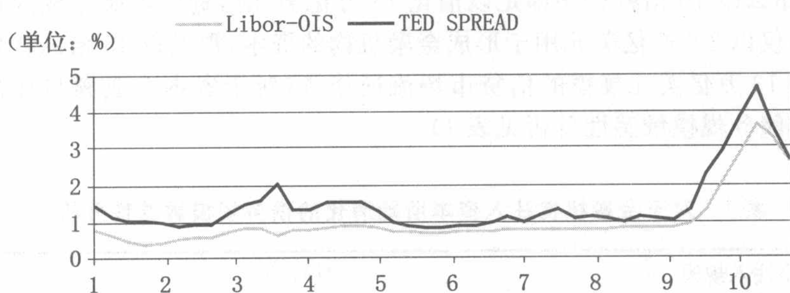
2009年,宏观经济面临的国内外环境将更加趋紧,尤其是内部经济内生性变化带来的周期性调整压力可能会明显大于2008年。世界经济增长周期性变化和国内周期性因素相叠加,增大了2009年经济进一步向下调整的压力。但是,我国经济长期增长的内在条件没有改变,支持经济较快增长的长期因素依然在起作用。这使中国经济仍能保持8%以上的增速。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融危机进化成为经济危机

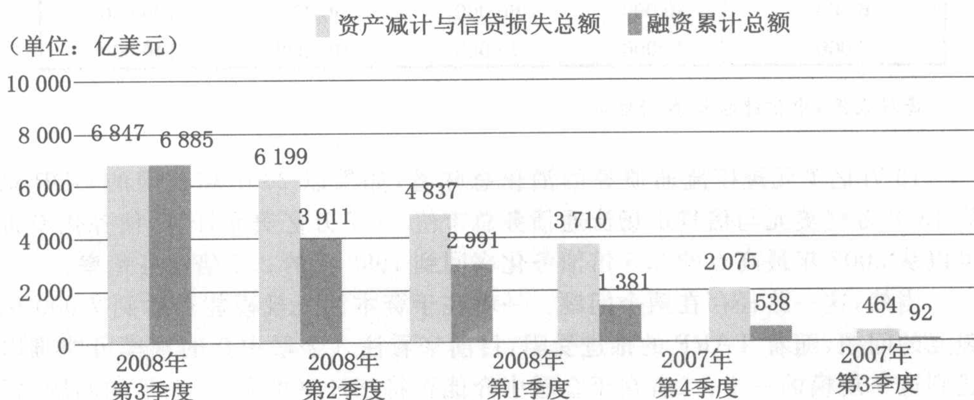
一、金融危机出现拐点

随着欧美为金融机构注入资本与信用的半国有化策略效用显现，信贷市场的流动性出现了回稳迹象。用于衡量货币(短期信用)市场资金充足程度的Libor-OIS息差与反映信贷市场信心的泰德利差(TED SPREAD)均有所回落。同时由于国有资本大量注入，全球金融机构累计融资额与累计信贷损失的缺口也出现了缩小的趋势。



资料来源：BLOOMBERG，中信建投证券研发部

图1　信贷市场出现回稳迹象



资料来源：BLOOMBERG，中信建投证券研发部

图2　资产减计与信贷损失总额和累计融资额的缺口趋于收窄

这是由于欧美各国买入金融机构股权的半国有化策略有效针对了金融机构的资本不足与信用缺失问题，为之注入国有资本与国家信用，通过恢复金融

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中介的信用逐渐降低了实体经济的负债程度。

回溯金融危机的发源地美国，可通过 TARP 计划具体示例资本与信用注入如何推动金融危机出现拐点。

首先，政府所注入的资本如果匹配适当的金融中介杠杆率，能够较大规模降低美国的债务化率。由金融中介去杠杆化扩散引致的实体经济去杠杆化，是本次金融危机的核心问题。回顾费舍尔对于 1929 年“大萧条”的评断：问题不是投资或者投机，而是大规模借钱用于投资或者投机；本次金融危机与“大萧条”时期的金融危机本质相同，都是大规模负债投机，因此债务化率的降低是解决金融危机的根本之道。

设“问题资产纾困计划”(TARP)中的 7 000 亿美元全部用于形成金融机构的资本，那么以 19 倍杠杆率即足以消化 13 万亿美元信贷市场所形成的流通债务。如果仅以 3 000 亿美元用于形成金融机构的资本，那么以 43 倍的杠杆率则能够消化 13 万亿美元规模的信贷市场流通债务(对于资本形成额与杠杆率所能消化的债务规模敏感性分析见表 1)。

表 1　对于金融机构注入资本所能消化的债务规模敏感性分析

资本金注入规模（亿美元）	杠杆率			
	5倍杠杆率	10倍杠杆率	15倍杠杆率	20倍杠杆率
3 000	15 000	30 000	45 000	60 000
4 000	20 000	40 000	60 000	80 000
5 000	25 000	50 000	75 000	100 000
6 000	30 000	60 000	90 000	120 000
7 000	35 000	70 000	105 000	140 000

资料来源：中信建投证券研发部

13 万亿美元规模流通债务的消化意味着，如果以 2007 年美国的 GDP 总值 13.8 万亿美元与信贷市场流通债务总市值 47.7 万亿美元计算，债务化率将可以从 2007 年最高点的 3.5 倍债务化率回到 1998 年的 2.5 倍债务化率。

当然，这一路径存在两个问题。一者在于资本注入规模能否达到 7 000 亿美元的问题，随着 TARP 的推进受阻，目前来看注入金融中介的规模可能难以达到这一规模的一半；二者在于金融中介能否将杠杆率扩大至 19 倍的问题，根据 FDIC 第 2 季度的报告，美国银行的核心资本率为 7.89%，政府买入的股权作为债性偏强的高级优先股计入核心资本范畴，那么以此计算可以放大的杠杆率约为 12.67 倍。二者相乘的结果不能立时推动债务化率水平到达 2.5 倍的水平，而仅能消化 3.8 万亿美元的债务规模。

但这一计划目前遭遇的根本性障碍来自于美国自身的贷款困境与总统换

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

届的行政无效率，该计划会随着新总统的上台而得以推进。金融危机虽然仍向实体经济纵深传导，但其发展显然已经出现拐点。

其次，国家信用的注入有效针对了金融机构之间的对手方风险，信贷市场的极度恐慌与冰封状态得到了缓释。虽然信贷周期与经济周期之间的负反馈仍然令信用风险溢价维持高位，但是金融市场的极度恐慌状态已经首先在信贷市场得到了企稳。

二、金融危机已经进化为经济危机

虽然金融危机最糟糕的时期已经过去，但是糟糕的时光还很长，金融危机引致的经济危机开始笼罩全球。

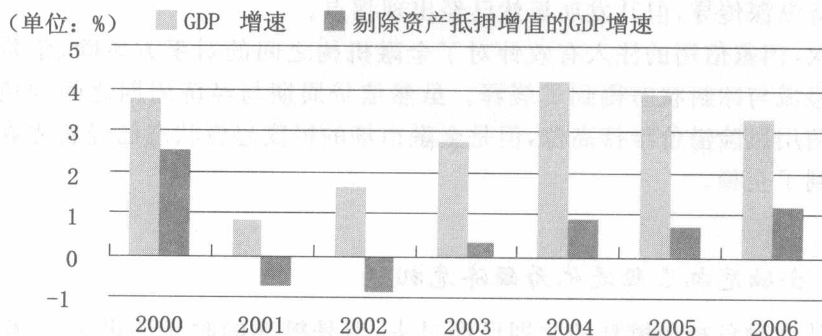
仍然回到金融危机的发源地，从美国 2008 年第 3 季度的数据来看，金融危机通过已经信贷渠道传导至实体经济，私人投资首先大幅下降，其后私人消费也随着消费信贷的萎缩、财富效应的幻灭与失业率的攀高而出现负增长。虽然政府支出快速增长、存货变化增加，但是消费支出、住宅固定投资与非住宅固定投资的大幅下滑以及净出口增速的放缓导致了美国经济目前在第 3 季度出现负增长。但随之而来的第 4 季度以及 2009 年的第 1 季度，美国的经济数据会继续滑向深谷，这意味着衰退已经定局。

1. 金融危机向经济危机的转化：信贷周期与经济周期的负反馈

金融系统与实体经济的防火墙存在于信贷渠道，信贷渠道的堵塞导致私人投资与私人消费均难以启动。金融危机冲击导致的信贷渠道受损，会令信贷周期加剧的周期变化与经济的周期变化之间发生负反馈：前者加剧实体经济各部门的偿债风险，后者则加剧金融中介的资本侵蚀风险，二者相互加强，使得实体经济陷入更为长期与更为严重的衰退。

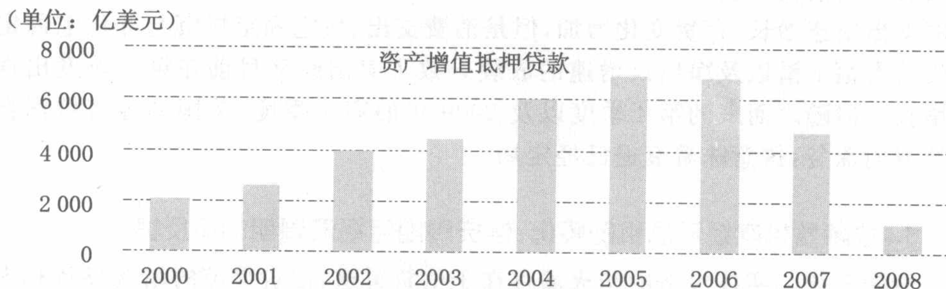
在发达经济体而言，私人消费作为最重要的增长引擎，正在随着消费信用的萎缩而丧失。从图 3 和图 4 可以看出，美国经济在网络股泡沫破灭以后的增长高度依赖消费信用来推动经济增长，尤其是其中的资产增值抵押贷款更是支撑消费信用的主要支点。所谓资产增值抵押贷款，是指消费者可以通过抵押其房屋的真实价值（“房屋的当前市价”减去“累计债务”的净值）来借贷消费。在 2002 年到 2006 年中 2%到 4%的经济增长里，剔除资产增值抵押贷款带来的消费刺激，美国经济增长不仅出现了连续 2 年的负增长，而且其后的增长也相当疲乏，在 2006 年以前始终在 1%以下徘徊。但是资产增值抵押贷款随着信贷的紧缩与房市的下跌而剧烈下跌，2008 年第 2 季度较之 3 年前跌去了 95%。在 2005 年第 2 季度时，可用于抵押贷款的资产增值额约为 1 926 亿美元，到了 2008 年第 2 季度，随着房价的下跌和债务的积累，该值跌到了 95 亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：Estimates of Home Mortgage Originations, Repayments, and Debt on One-to-Four-Family Residences

图 3 美国网络股泡沫以来的经济增长以及剔除资产增值抵押贷款的经济增速



资料来源：Estimates of Home Mortgage Originations, Repayments, and Debt on One-to-Four-Family Residences

图 4 美国资产增值抵押贷款随着房地产市场的急速下跌而消耗殆尽

2. 经济危机向全球扩散

由于消费信用的萎缩，发达经济体乃至全球丧失了 20 年来的主要增长引擎。在全球的贸易格局中，发达经济体作为最终消费端，发展中经济体作为主要制造端与原材料供应端，前者的消费需求与后者的廉价要素共同推进了本世纪以来的全球经济高速增长，并且逐渐生长成为一个全球周期同步的共生体。

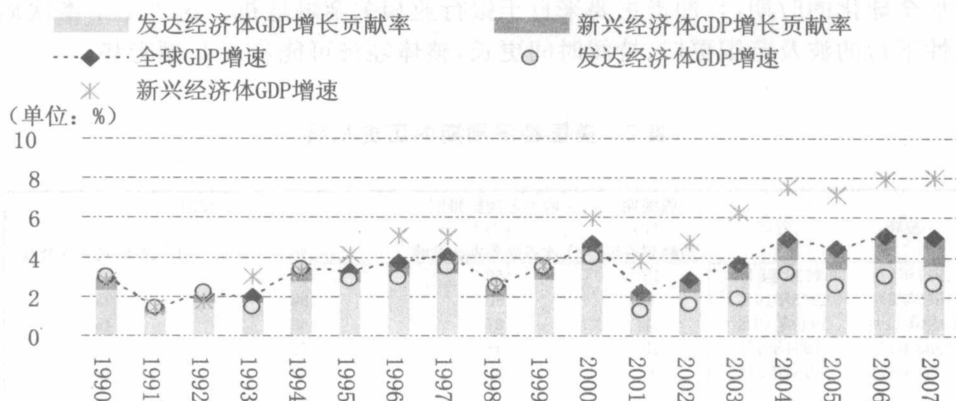
发达经济体高度依赖本国的消费内需来推动经济增长，当消费信用萎缩与消费减少时，后者将在长时期内无法找到支撑增长的引擎。在发达经济体序列里，欧盟与日本等经济体由于产业分工的秩序，作为高端制造业者与位于美国之后的主要金融中心区，受到的波及更为严重。尤其是欧盟，由于房地产市场泡沫更加严重、金融危机更加剧烈且出口快速萎缩，其衰退的空间较之美国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更大。

在发达经济体以外，发展中经济体高度依赖外需来推动经济增长，且外需作为拉动发展中经济体投资与消费的杠杆作用十分明显，以中国为例，即有70%的投资主要投资于贸易品的生产。因此，当发达经济体的消费减少时，后者的消费内需能力难以作为发展中经济体与全球经济的增长支撑点。

因此，当发达经济体的消费这一引擎丧失时，全球经济无疑将整体陷入周期性下行阶段。虽然新兴市场的经济总量与财富总量增长十分惊人，但是难以独善其身。



资料来源：BLOOMBERG IMF，中信建投研究所

图5　在全球化的经济周期中，发达经济的增长仍然是全球经济增长的主要贡献因素

3. 2009年全球经济将陷入衰退

根据世界货币基金组织的预测，2009年全球经济增速为2.2%，发达经济体的增速为-0.3%，而新兴经济体的增速则为5.1%。一般说来，全球经济的衰退线位于3%，发达经济体的衰退线位于0，新兴市场的衰退线则为6%。

衰退线的不同是由于发达经济的人口结构趋于老龄化，而产业结构较为成熟，因此经济出现负增长时才会表现出较强的社会压力，因此衰退线位于0这一水位线。而新兴市场的劳动力结构非常年轻，而产业结构也较为偏向劳动密集型与低附加值产品，存货占GDP比重更高，因此如果增长低于6%，社会压力与衰退迹象就会十分明显，衰退线因此位于6%左右的水平。

发达经济体与全球经济的增长步入下行周期的趋势已经十分显然，那么该周期将会持续多长、全球经济及其资产市场在接下来的时期将会形成何种走势呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全球下行周期的历史观照与现实定位

一、美国周期下行的历史观照

从表2中可以看出，美国在从1854年至今的32个可考周期中，收缩期一般持续17个月左右，而从第二次世界大战以后至今的10个周期当中，收缩期则持续了10个月左右。

但本次下行周期与历次经济周期有所不同，本次周期出现于贸易与金融都更加全球化的时期，且冲击主要来自于银行业相关金融危机。这决定了本次周期性下行的波及范围更广、持续时间更长，整体经济可能步入L型走势。

表2　美国经济周期的历史观照

波峰	谷底	收缩期（月）	收缩前的扩张期（月）	周期	
		波峰到谷底	上次谷底到本次波峰	上次谷底到本次谷底	上次波峰到本次波峰
1937年5月	1938年6月	13	50	63	93
1945年2月	1945年10月	8	80	88	93
1948年11月	1949年10月	11	37	48	45
1953年7月	1954年5月	10	45	55	56
1957年8月	1958年5月	8	39	47	49
1960年5月	1961年2月	10	24	34	32
1969年12月	1970年11月	11	106	117	116
1973年11月	1975年3月	16	36	52	47
1980年1月	1980年7月	6	58	64	74
1981年7月	1982年11月	16	12	28	18
1990年7月	1991年3月	8	92	100	108
2001年3月	2001年11月	8	120	128	128
所有周期平均					
1854～2006（32个周期）		17	38	55	56*
1854～1919（16个周期）		22	27	48	49**
1919～1945（6个周期）		18	35	53	53
1945～2005（10个周期）		10	57	67	67

资料来源：NBER，中信建投证券研发部

二、金融危机所致周期下行的历史观照

金融危机的冲击会造成资本的侵蚀与信用的紧张，从而导致总需求曲线的内移，形成经济的下行周期。回顾1978年开始17个发达经济体经济的周期性下行时期，可以清晰看出金融危机所致冲击所导致的累计产出损失要比非金融危机冲击所致累计产出损失要更加严重。

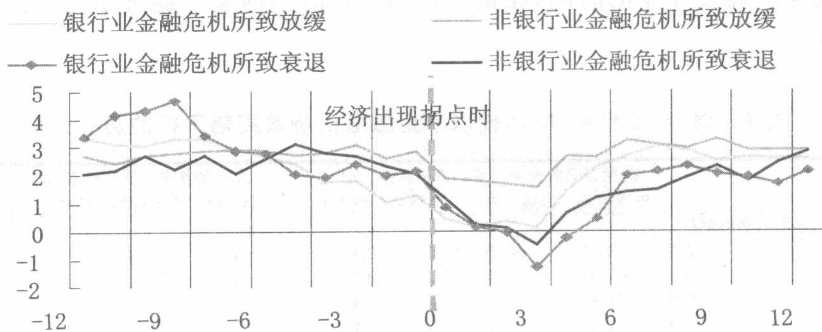
在经济放缓时期（定义为经济增长低于HP趋势线时期），金融危机冲击所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致累计产出损失占 GDP 比中值为 2.82%，而非金融危机冲击所致累计产出损失占 GDP 比中值为 1.61%。在经济衰退时期，金融危机冲击所致累计产出损失占 GDP 比中值为 4.38%，而非金融危机冲击所致累计产出损失占 GDP 比中值为 2.28%。通过这种事件分析可以看出，金融危机所致周期下行的程度远比非金融危机更加严重。

1. 银行业相关金融危机的冲击较之其他类型金融危机冲击更严重

同时，银行业相关金融危机较之其他类型金融危机的冲击更加严重。根据对于 113 次金融压力形成期的存续时期和产出损失度比较（图 6 和表 3），可以看出银行业金融危机对于周期的冲击最为严重。



资料来源：IMF，中信建投证券研发部

图 6　金融危机冲击与非金融危机冲击所致周期的变化(%)

表 3：金融压力形成期的持续时间与经济周期下行的持续时间以及累计产出损失占 GDP 比(%)

	次数	持续期间（均值：季度）		产出损失（均值：占GDP百分比）	
		金融压力	放缓或衰退	累计	平均
金融压力形成	113	2.4			
随之而来的经济放缓	29	2.7	7.6	-7.6	-0.7
银行业相关金融压力所致放缓	18	3.2	8.4	-9.3	-0.8
随之而来的经济衰退	29	3	6.8	-13.8	-1.2
银行业相关金融压力所致衰退	17	4	7.6	-19.8	-1.5
未伴随金融压力的经济放缓	109		5.1	-4.1	-0.6
未伴随金融压力的经济衰退	31		3.1	-5.4	-0.9

说明：放缓是指经济增长低于趋势

资料来源：IMF，中信建投证券研发部

2. 金融危机的频繁冲击易导致经济陷入 L 型困境

20 世纪 90 年代上半期金融危机频发，从发达经济体的日本平成金融危机、挪威金融危机到新兴经济体的墨西哥金融危机、汇率体系危机等。金融危机的冲击导致了全球经济由 20 世纪 80 年代的高速增长陷入了 4 年左右的低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

迷期。本次金融危机的发展，从美国到欧盟，爆发范围之大、程度之深与影响之大，较之20世纪90年代上半期都有过之而无不及，因此本次金融危机后的经济周期性下行，较大可能会令全球经济陷入L型困境。

三、本次周期下行的历史分析：恢复期至少需4年左右时间

本次金融危机冲击所致周期性下行的背景，是一个全球化程度更高的环境，全球化进程的加速主要启动于20世纪90年代初期。因此，对于本次周期下行的事件性实证分析，样本主要来自于20世纪90年代以来大型金融危机所致周期下行。从下表可以看出，金融危机所需要的恢复季度均值落于15.8个季度左右，约4年时间。由此我们可以基本推断，本次全球性周期下行的恢复期可能至少需要4年的时间，在接下来的较长时间内全球经济增速长期落于较低区间。

表4　对于20世纪90年代以来金融危机所致周期下行的历史分析

	前期谷底到波峰：资产价格涨幅（%）			波峰到谷底：资产价格降幅（%）		
	股票价格	房屋价格	信贷总市值/GDP	股票价格	房屋价格	信贷总市值/GDP
90年代早期的金融危机						
芬兰	80	36.1	16.6	-16.8	-39.8	-16.8
瑞典	68.5	17.5	19.1	-21.3	-20.1	-21.3
挪威	73.9	26.5	18.8	-2.7	-24.6	-2.7
日本	54.4	12.2	7.4	-6.8	-11.1	-6.8
英国	19.9	22.9	2.5	-5.6	-23.3	-5.6
美国	14.5	4.9	3.1	-3.8	-4.8	-3.8
平均值	51.9	20	11.3	-9.5	-20.6	-9.5
当前时期						
美国	27.7	5.9	3			
欧元区	44	2.9	4.5			
日本	25.1	5.4	6.4			
英国	29.4	3.2	5.1			

	实体经济杠杆率降幅（%）		产出降幅（%）	恢复季度
	居民部门	企业部门		
90年代早期的金融危机				
芬兰	16.2	17	-13.6	27
瑞典			-5.8	19
挪威	16.5	8.5	-3.9	12
日本	0.5	15.4	-5.1	19
英国	9.6	4.4	-2.6	13
美国	0.8	0.6	-1.3	5
平均值	8.7	9.2	-5.4	15.8

注：资产价格上升幅度的测算方法：

1. 对变量进行HP滤波，得到该变量的校正后波形；
2. 以危机开始的时刻为分界线，寻找此时刻之前的波形的最大值和最小值；
3. 计算从最小值到最大值的变化率。

资料来源：IMF，中信建投证券研发部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四、美股可能于2009年第3季度形成底部

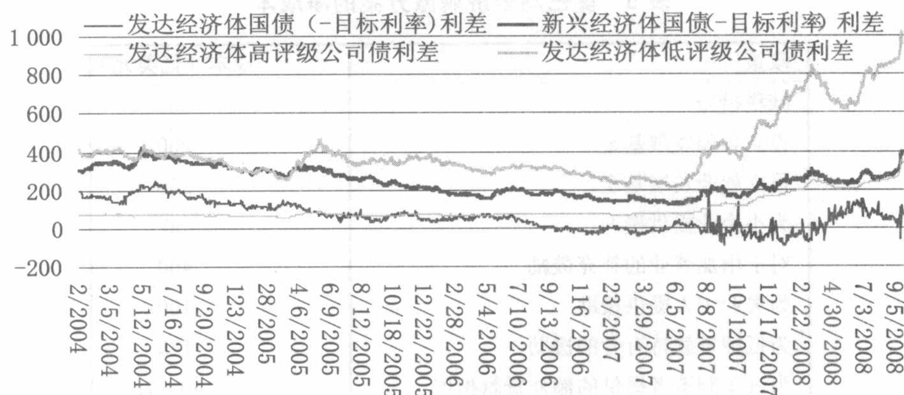
分析二战以后发达经济体中18次银行业金融危机的数据，以及其中5次规模较大、对于实体经济影响较大的银行业金融危机的数据，由于金融危机冲击导致的股市下滑事情一般存续1～3年的时间。根据该数据，美国股市从2007年10月开始形成下降趋势，如果该趋势维持1—3年，可能维持至2009年第3季度乃至2010年第3季度。

根据这一统计数据，结合我们对于实体经济走势的判断，我们认为美国股市将于2009年第3季度形成底部。

寻求突围：周期可以得到熨平，但无法改变

一、寻求突围：货币政策空间有限，且难以降低资金成本

G3国家央行目前针对流动性陷阱主要使用数量工具，而价格工具由于前期的过度使用目前显得空间不足。随着信用风险溢价的高企与价格工具的失灵，我们预计美国2009年可能会降至0.5%，日本可能将利率从目前的0.3%降低至0，欧元区的利率则可能从目前的3.25%降至2%。



资料来源：BLOOMBERG，中信建投证券研发部

图7 发达经济体与新兴经济体信用市场信用风险溢价的变化

但是资金成本的高企很难随着货币政策的使用而得到降低，原因有三。第一是由于市场的避险情绪，主要的套利低息货币汇价高企。美元和日元的汇价作为投机资本的成本，其价格高企意味着资金成本难以得到降低。第二是由于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通胀随着大宗商品价格而快速回落，下降速度远快于基准利率的下降速度，实际利率从2008年的负利率2009年转为正，反而呈上升态势。第三则是由于信用风险溢价的高企，由于信贷渠道因为金融危机而受损，高企的局面长期持续，资金成本也因此而维持于高位。

二、寻求突围：扩张性财政政策可以熨平周期，但无法改变周期

奥巴马的战争：扩张的财政政策可以挽救美国乃至全球吗？

1. 奥巴马的经济刺激方案

从表5可以看出，奥巴马的经济刺激方案一方面通过高额累进税制增加财政收入，另一方面则主要使用扩张性的财政政策来促进就业和刺激消费，从而熨平周期。

根据此前奥巴马在竞选中所推出的减税方案，对比现有规定，奥巴马的计划将在未来10年减少2.95万亿美元的税收收入。奥巴马的计划中包括为中低收入家庭的减税方案，包括到2012年时，中等收入纳税人的税后收入平均将增加5%或者2 200美元。但是由于同时对于高收入纳税人的显著增税，因此如果对比布什总统时的现有政策，奥巴马的计划将在未来10年增加6 000亿美元的财政收入。

表5 奥巴马经济刺激方案的净成本

政策	成本（亿美元）
减税措施	650
设立各州发展基金	250
设立就业发展基金	250
为小企业提供援助	50
对于增加就业的补充鼓励	400
为失业工人提供援助	100
为抵押贷款持有者的援助	125
为汽车制造者提供的额外贷款担保	40～75
净成本	1 865～1 900

资料来源：US Budget Watch，中信建投证券研发部

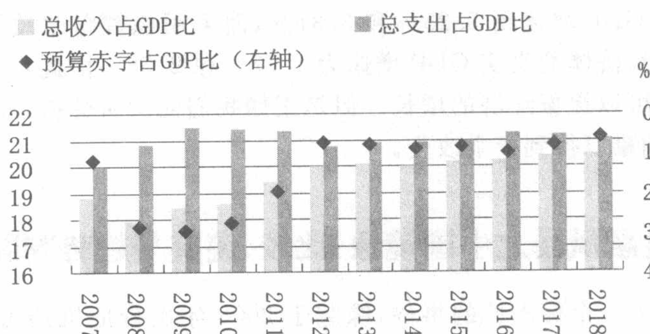
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 周期无法改变

(1)预算赤字占 GDP 比将达 4%以上，超网络股危机时期水平

9 月 5 日，国会预算办公室对于财政收入与支出的报告(见图 8)曾预计，包括此前推出的对金融危机的救市成本在内，从 2009 到 2018 年 10 年间的财政赤字总额将达到 2.3 万亿美元。但这没有估算奥巴马经济刺激方案的净成本(见表 5)。

根据美国《预算观察》2008 年 10 月 31 日所估算的奥巴马经济刺激方案净成本：奥巴马将会推出的减税措施会减少财政收入 650 亿美元，设立各州发展基金与就业发展基金、对增加就业补充鼓励则将支出 90 亿美元，为小企业提供援助与为汽车制造商提供额外贷款担保将支出 90 亿美元到 125 亿美元，对于失业工人的援助将支出 100 亿美元；最终这一方案给财政带来的净成本在 1 865 亿美元到 1 900 亿美元之间。



资料来源：CBO，中信建投证券研发部

图 8　美国国会预算办公室对于财政收入与支出的预计占 GDP 比重

因此，在国会预算办公室对于财政收入与支出预计基础上进行调整，2009 年到 2018 年美国的财政赤字可能达到 2.5 万亿美元左右。如果假设美国经济在 2009 年到 2018 年间维持 1.5%左右的增速，该赤字总额将占 10 年间 GDP 总额的 1.4%左右。

而在 2009 年和 2010 年，根据美国国会预算办公室给出的估算，财政赤字仅为 4 380 亿美元和 4 310 亿美元。如果根据奥巴马的刺激计划净成本进行调整，赤字额可能到达 5 000 亿美元左右，占 GDP 比从 2007 年的 1.2%增加至接下来两年的 4%左右，达到网络股泡沫破灭时的赤字水平。

同时，如果没有美国大规模的政府支出削减，奥巴马的计划仍将在未来 10 年增加 3.5 万亿美元的公众持有债务，公众持有国债额则将从目前的 5 万亿美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元增加至8.5万亿美元左右，占GDP比重约40%。

如果仅以1 900亿美元的净成本计，乘以1到2倍的乘数，约能贡献名义GDP 1.5%。当然，这是由于奥巴马并没有正式就任，在其就任后预计将会有更大规模财政刺激出台。

(2)更大规模财政刺激受赤字水平制约

预算赤字水平因为金融危机的救市与奥巴马的方案将于2009年和2010年占到4%以上，这对于更大规模财政刺激方案的出台有所制约。

此外，由于消费和投资都受到信贷周期的影响，信贷周期无法通过扩张性的财政政策得到改变，因此美国经济的周期无法通过财政刺激而扭转，仅能得以熨平。

同样，全球范围内的积极财政政策可以提振经济增长，但同样无法扭转周期。

根据对于1970年到2007年处于经济增长下行期的21个发达经济体和20个新兴经济体的事件分析法统计，积极性财政政策使用期间，新兴经济体和发达经济体的真实GDP增速约5.25%和3.31%，而采用稳健财政政策期间，新兴经济体和发达经济体的真实GDP增速为1.77%和2.53。由此可以看出，积极财政政策短期可以提振经济的增长。但是正如我们前文所分析，经济周期有其固有规律，周期难以得到根本改变。

亚洲金融风暴之中国镜像:比较、镜鉴与趋势判断

以雷曼倒闭为一个标志性的事件，缘起于2008年次贷危机的美国金融风暴(以下简称“08金融风暴”)对于中国经济的冲击迅速凸显。根据对近期披露的各组宏观数据分析评估，08金融风暴对中国经济的冲击正在呈现恶化的趋势，其冲击程度尤甚于1997亚洲金融风暴。对比当前与1997年亚洲金融危机(以下简称“97金融危机”)时的国际、国内环境，政策措施会发现很多相似的地方。通过对比，我们可以从中汲取教训，并从解决97金融危机的成功经验中获得有益的借鉴，寻找解决当前危机的突围路径。

一、宏观环境:较之于97金融危机更为恶化

08金融风暴是一次全球性的金融动荡，无论是新兴市场还是发达国家都不同程度经受冲击，而97金融危机则主要是亚洲的经济体经受冲击;此次经受冲击最为直接的欧美是中国的主要出口目标市场，而97金融危机冲击的一些新兴市场在当时还在一定程度上是中国的竞争对手。

与97金融危机时相比，中国经济受到国际环境影响的程度更大，这既包括

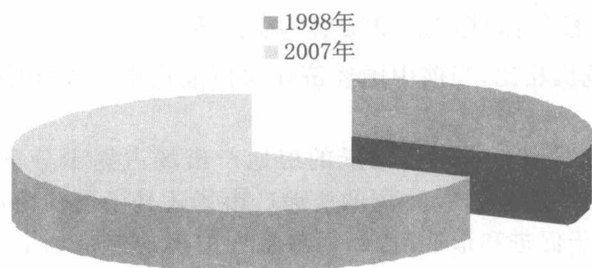
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更大的资本流动规模、更大的外汇储备，也包括对于出口的更高的依存程度，中国经济的出口依存度在 1998 年时只有 18%，到 2007 年上升到 38% 左右（见图 9）。

二、进出口：风暴冲击重灾区

97 金融危机之后，从 1997 年 12 月进出口开始负增长，一直到 1999 年 3 月持续下行。2008 年 5 月进出口开始逐月下行，趋势很接近 1997 走势（见图 9）。次贷危机爆发以来，中国对美国的出口出现了明显的下滑，对于欧洲出口的上升一度弥补了这一回落，现在人民币对欧元已经有了大幅升值，同时欧洲经济也开始走入疲态，2009 年出口的明显下滑已成定局。中国资本市场的大幅下挫，可能是对这种中美经济相互依存关系的反映，是对美国金融风暴可能对中国经济形成较大冲击的一个预期的反映。

目前对外出口对于中国经济增长的贡献大概仍有 2 个多百分点。但随着全球金融风暴的蔓延和深化，美日欧等发达国家经济衰退、全球经济减速已成定局，随着新订单的减少，外需减少对我国出口的影响在 2009 年将会充分显现。1998 年的情景在 2009 年可能会重新上演。



资料来源：国家统计局，中信建投证券研发部

图 9　两次金融风暴中我国经济对外依存度的对比

目前，我国出口国主要为美国、欧盟、日本。2007 年三者占比分别为 19.1%、20.1%、8.4%，其他如新兴市场占 52.4%；2008 年以来，随着国际金融危机向实体经济蔓延，中国主要出口对象国进口需求显著减弱，对我国出口贸易造成较大影响。我们认为，2009 年出口传统对象国的份额占比还将下滑，而新兴市场的份额占比则进一步上升。

出口增速将继续放慢，但净出口对经济的贡献好于 2008 年。由美国次贷危机引发的世界经济增长放缓，将对 2008 年我国出口继续构成很大压力。目前，我国除对美国出口大量减少外，欧盟、日本经济放慢对我国出口的影响也开

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

始显现，中国到欧洲的出口增速已经从2008年年初30%～40%回落至2008年10月份的22%，对日本的出口增长也在明显放慢。随着危机不断加深，这一下滑趋势还将会继续下去。外需减少对2009年就业将会造成巨大压力，但对整个经济增长的影响可能要小于2008年。原因主要是2008年外贸顺差降势较猛，净出口对经济增长的拉动作用明显减弱。初步预计，2009年出口增长9.8%，进口增长9.6%。

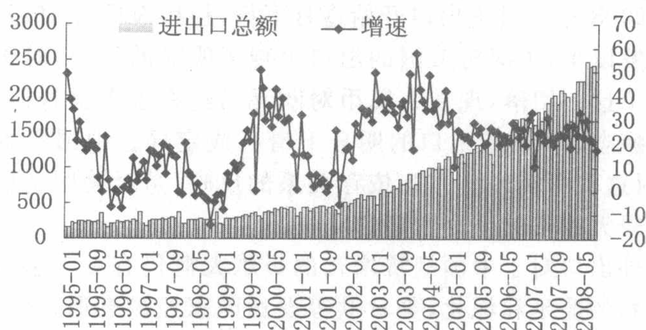


图10　1995～2008年进出口增长

1. 固定资产投资:面临的内需放缓的压力要更大

与97金融危机相比，当前中国经济在次债危机中可能面临的内需的放缓压力要更大。

在扩大内需的过程中，一个活跃的房地产市场占据十分重要的位置。在1998年应对亚洲金融危机时，中国的房地产市场还处于起步阶段，对中国内需的带动作用还处于促进和形成阶段，而在目前的房地产市场上，则已经开始形成了十分浓厚的观望和调整的气氛，直接制约着内需的扩张。2008年10月份固定资产投资增速仅为24.3%，较9月大幅下滑4.5%(见图10)，其结构呈现如下显著特征:(1)中央项目增幅依旧大幅攀升，当月水平几近40%，而地方项目却明显回落，创2008年以来最低增速;(2)房地产投资急转直下，当月落至11.2%，而非地产投资亦降至30%以下。

考虑到房地产市场占到固定资产投资的25%，前后相关联的子产业超过100个，房价收入比也处于一个较高的水平。在外需已经大幅回落情况下的全国性的房地产市场调整，更会加大内需扩展的难度。

2008年以来出现的特大城市房价下跌与成交量萎缩并不是一种短期现象，预示着过去10年曾经高度繁荣的房地产市场转入中期调整期。预计2009年商业房地产投资还将出现大幅下滑，商业房地产业调整将带动钢铁、水泥等相关重化工业调整，进而对建材以及家电等制造业下游产业产生明显的不利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

影响。

企业因效益滑坡和市场需求萎缩，投资能力和投资信心明显不足，实体经济投资需求将会减弱；而反映投资者意愿的新开工项目明显减少，2008 年 1～8 月计划总投资同比仅增长 2.5%，其中占全社会固定资产投资 50%以上的东部地区新开工项目计划总投资为负增长。

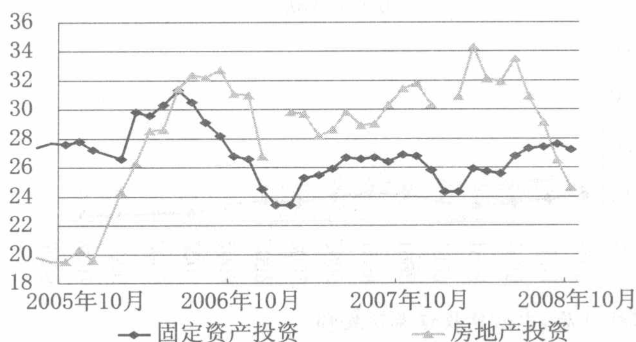


图 11　固定资产投资增长

预期随着 PPI 的逐步回落，以及政府为刺激经济所采取的大规模投资计划的启动，后期我国固定资产投资名义和实际增长都将出现加快趋势。尤其地方投资在中央投资及中央政策的牵引下，地方投资预计在 2009 年“急行军”，有可能爆发式增长；预计 2009 年全社会固定资产投资名义增长率有可能回落至 18.6%左右，实际增长 17.4%左右。

2. 金融财政：较之于 1998 年政府财力有更大用途空间

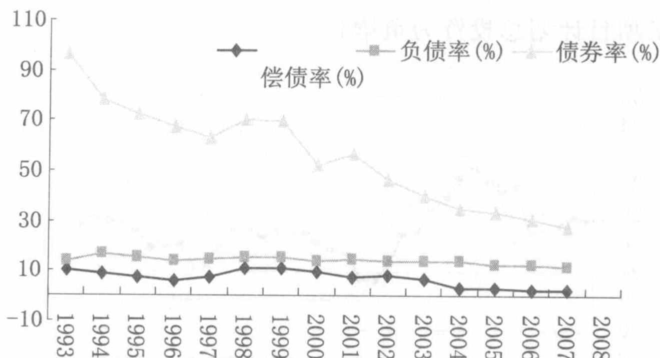
1997 年与 2008 年中国的外债风险都不高，所不同的是 1997 年的债券率远较 08 年为高，1997、1998 年分别为 63.2%和 70.4%，而 2007 年降至 27.8%(见图 12)。1997 年中国的财政收入为 8 651 亿元，到 2007 年增至 51 322 亿元，是 1997 年的 6 倍，财政收入占 GDP 的比重由 1997 年代 10.96%上升至 20.56%(见图 13)，财政状况不可同日而语，这为应对今天的危机提供了较强的金融与财政支持。与 1998 年相比，政府财力尚有较大空间；中国拥有充裕的外汇储备，足以应付资金外流，因而，国家施行反周期的财政政策空间较大。因此，未来几年施行扩张性的积极的财政政策有其合理的历史依归与支点。

GDP 增速：从宏观经济增长的波动看，两次金融危机期间，中国宏观经济增长速度的回落非常之快。10 年前，GDP 增速从 1997 年第 1 季度的 10.4%，下滑到 1998 年第 2 季度的 6.8%，都是 4 季度内连续下滑 3.6 个百分点；而美国次债危机后，中国经济增速从 2007 年 2 季度 12.2%的增长，到 2008 年第 3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

季度的9%同样是连续滑落。

我们判断,4季度从总体趋势看依然还是呈现快速回落趋势我们预计GDP单季将回落8.5%,全年将降至9.5%。2009年全年的GDP增速为8.0%。



资料来源:国家统计局,中信建投证券研发部

图12　1997年与2008年外债风险指数比较

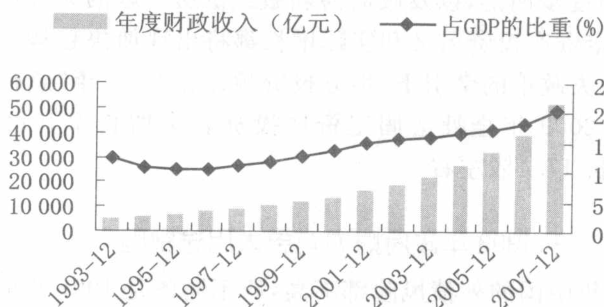


图13　年度财政收入比较

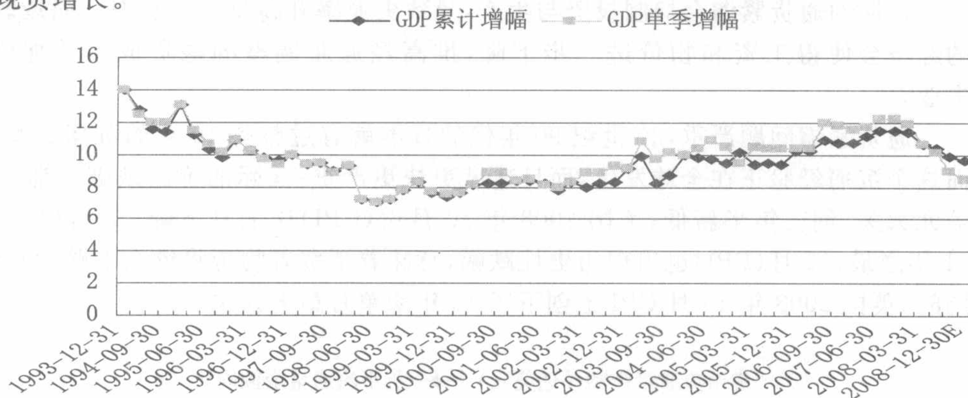
3. 通胀与通缩:通胀消解,通缩渐胀

通胀与通缩:央行在近日发布的《2008年第三季度中国货币政策执行报告》中提出,“货币政策在近期要防止通货紧缩,在长期要防止通货膨胀”。已经清晰地表明了央行对于通缩的关注与警惕。萨谬尔森对通缩的定义可概括为:“两下降、一伴随”,即价格、成本及货币供应量普遍的持续下降,并伴随着经济衰退。还有一个简单的判定指标就是消费者物价指数(CPI)连跌两季(见图14)。

1997年亚洲金融危机之后,我国在1998～1999年始终面临通货紧缩问题。从近期公布的宏观数据来看,物价水平持续走低、货币供应量持续下降(尤其是M1增速下降剧烈)和经济增速下滑的势头愈加明显,显示出我国正面临

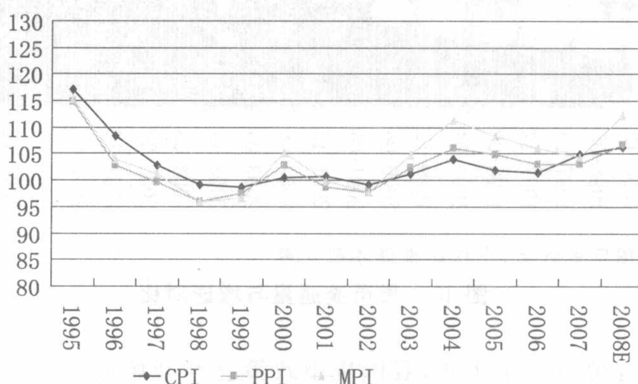
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通货紧缩风险。2008 年 10 月份,CPI 同比上涨 4.0%,比 9 月份回落 0.6 个百分点,环比下降 0.3%,而 2007 年同期为环比上涨 0.1%。CPI 同比涨幅已连续 6 个月回落,环比变化率在过去的 5 个月中有 4 个月是下降的。2008 年 10 月 PPI 同比上涨 6.6%,比 9 月份大幅下降 2.5 个百分点,原材料、燃料、动力购进价格上涨 11.0%,比 9 月份下降 3 个百分点(见图 15 和表 6)。按照 CPI 环比变化率推算 2009 年的翘尾因素,除 2009 年 1 月份翘尾为正外,2 月份以后各月均为负。假设没有新涨价因素,那么 2009 年 2 月份我国 CPI 同比涨幅就会出现负增长。



资料来源:国家统计局,中信建投证券研发部

图 14 GDP 增长趋势



资料来源:国家统计局,中信建投证券研发部

图 15 三大价格指数变化趋势(月)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

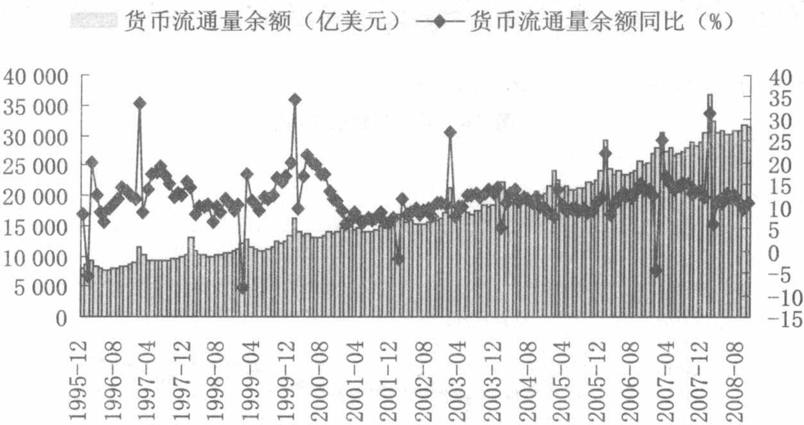
表 6　1～10 月国内三大价格指数走势

	前3季度累计增幅	8月	10月	涨幅回落
CPI	7.0	4.9	4.0	-0.6
PPI	8.3	10.1	6.6	-2.5
MPI	12.8	15.3	11	-3.0

资料来源：国家统计局，中信建投证券研发部

长期的通货紧缩会抑制投资与生产，导致失业率升高及经济衰退。而疲软的经济会使得工资和物价进一步下降，推高经通胀调整的融资成本并加剧失业。

通货紧缩问题严重，20 世纪 90 年代的日本就有过整整 10 年的沉痛经验，而这个沉痛经验正在全球发生，而且速度更快更严重：国际油价已跌破每桶 40 美元大关，创三年半新低；美国 2008 年 10 月份(CPI)比上月下降 1%，降幅创 61 年之最；10 月(PPI)也出现历史性跌幅，意味着消费者物价将继续下跌；与此同时，英国 2008 年 10 月 CPI 也创下了 16 年来单月最大跌幅。



资料来源：国家统计局，中信建投证券研发部

图 16　货币流通量与增速对比

货币政策：2008 年下半年，我国货币政策已经开始放松。存款准备金率和存贷款基准利率多次下调。11 月初，央行还彻底解除了对信贷规模的硬约束。11 月 5 日国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，提出“当前要实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策，出台更加有力的扩大国内需求措施。”自此金融调控确定了由紧转松的基调，从紧的货币政策彻底转型。

为应对通货紧缩，预计下一阶段央行还会继续加大货币政策的放松力度。一

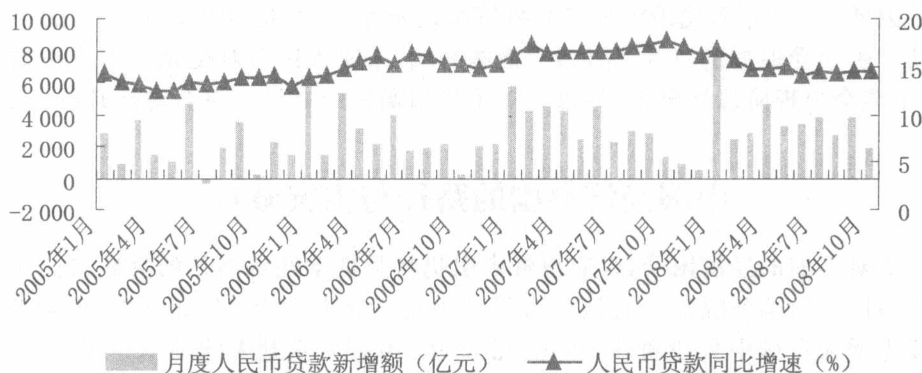
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方面，为支持扩大内需，增加货币供应和信贷投放，另一方面，通过降息和下调存款准备金率等措施来保证银行体系流动性充分供应和引导市场预期。

利率：降息空间仍然存在，预计再降 81 个 BP。

存款准备金率：为释放流动性，存款准备金率还至少降 5 个百分点。

与 10 月份各项数据呈现下行态势不同，10 月份银行信贷增速却意外反弹，信贷增量创出历史同期新高。10 月份人民币贷款增加 1 819 亿元，为历史同期贷款月度增量的新高；信贷增速为 14.58%，增速较上月增加 0.1 个百分点（见图 17）。10 月份是信贷额度控制实际取消的第一个月，银行信贷即出现较强的扩张势头，显示竞争和盈利压力下，银行仍具有较强的信贷扩张动力。尽管 9 月份贷款利率单边下降，但 10 月份的两次降息都是存贷款利率的对称下降，而银行拥有上浮贷款利率的权限，在信用风险上升的大背景下，区分不同信用级别的客户，银行贷款利率能够不同程度的上浮，而存款利率则被"一刀切"地降低，因而银行的实际存贷利差可能继续保持高位，甚至有可能扩大，这就激励了银行的信贷扩张。



资料来源：国家统计局，中信建投证券研发部

图 17　10 月份信贷增速反弹

4. 人民币汇率：内外因素博弈下的选择

2009 年人民币汇率走势依然将持续面临人民币升值的外压和促进国内出口增长的贬值内压。而来自美国、日本和欧盟等主要国家要求人民币升值的压力及亚洲货币的走势是影响未来人民币走势的主要外因。由于中国目前通胀矛盾已趋缓，从国内看人民币升值需要不明显。而一个显见的事实是 2009 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我国出口将不可避免的大幅下滑，而外向型企业出口乏力，中国通过持续创造外汇抵消资产缩水损失的对冲能力就将失去。从这个角度说，用各种办法保证出口的活力是当务之急，这其中既包括出口退税率的大幅提高，也应包括存款准备金率、存贷款利率的下调和人民币的适度贬值。

国际清算银行最新公布数据显示，2008 年 10 月份呈现出自 1989 年以来最为强劲的人民币实际有效汇率。10 月份人民币实际有效汇率指数为 112.1，当月人民币实际有效汇率升值 3.08%，2008 年以来升值 13.5%。该汇率在 1 月、3 月、6 月呈贬值态势，其余月份则呈升值态势。

纵观汇改以来的表现，数据表明，人民币汇率走势在 2008 年 7 月份之前，几乎呈单边上扬态势；此后特别是近期，资本回流美国，美元反弹，人民币放缓对美元的升值势头。譬如，7～10 月，人民币对美元的升值幅度不足 0.5%，对日元贬值 7.19%，但同期对欧元和英镑分别升值 24.12%和 23.13%，意味着此期间人民币有效汇率升值 8.92%——这也是汇改以来升值最快的时期。

2009 年过度的升值或者贬值都不太可能，因为，人民币若过度贬值将带动其他货币跟随贬值，这是个无序竞争的无底洞，无助于解决问题。且让人民币贬值将引起国际间的摩擦，使中国主要贸易伙伴中的贸易保护主义情绪受到刺激，这对中国经济增长前景也不利。

因此，2009 年人民币汇率走势将持续趋于稳定，可能会出现阶段性的小幅波动。由于受促进出口等“保增长”措施影响，未来人民币对美元汇率将小幅波动，可能会出现阶段性贬值，但以一篮子货币衡量的有效汇率会均衡升值。

中国经济突围的路径与主突破口

应对当前的经济困局，政府投资牵引仍将是推动经济增长的突破口。2008 年 11 月 5 日，国务院常务会议出台了 4 万亿元的投资计划，而且 2008 年第 4 季度先增加安排中央投资 1 000 亿元，2009 年灾后重建基金提钱安排 200 亿元，带动地方和社会投资，总规模达到 4 000 亿元。由此，我国中央项目和地方项目投资在 2009 年将出现较为强劲的增长。同时，在“国十条”积极财政措施的带动下，第三产业的投资增长也将有所加快。

“4 万亿经济刺激计划”已经催生数十万亿地方投资，截至 2008 年 11 月 21 日，2007 年 GDP 超过万亿的 9 个省份中，已经有 7 个提出将在未来两年通过政府带动投资万亿以上，北京市发改委也表示，1 年内以政府 1 500 亿带动社会投资 1 万亿。根据地方上报的投资计划，未来地方投资已愈 18 万亿元。

预计 4 万亿经济刺激计划对名义 GDP 将贡献近 1.7%，对实际 GDP 的贡献也将超过 1.5%。对消费的拉动效应 0.4%左右。

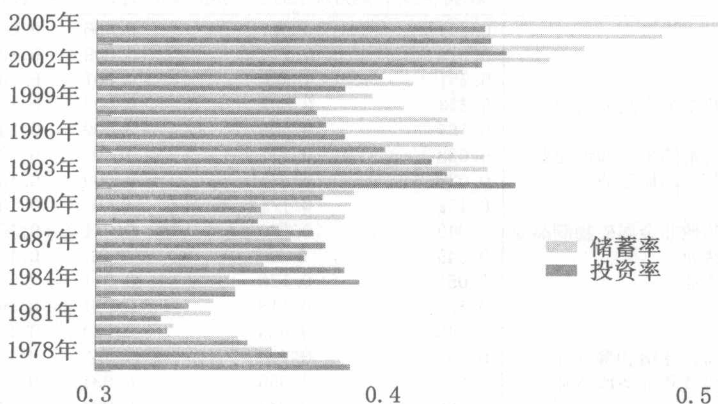
“十大措施”的重头戏是大规模投资建造覆盖面更为广阔的新铁路网系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国务院近期批复的铁路投资额已经达到2万亿元，其中在建项目的投资规模超过了1.2万亿元。另外，根据我国"铁路十一五规划"：从2006年至2010年，建设新线17 000公里，其中客运专线7 000公里，建设既有线复线8 000公里，既有线电气化改造15 000公里。据测算，每100亿元的铁路建设投资，可产生对钢材、水泥等原材料需求约38亿元，对制造业的需求约20亿元，这对我国目前因出口受阻、产能过剩而处于困境中的钢铁、水泥等制造业都将会产生巨大的刺激作用。铁路建设投资对沿线以及周边辐射地区的一系列产业也会带来时间久远的拉动作用，有利于增加就业渠道。

在房地产政策方面，中央政策的重心显然立足于增加保障性住房的建设力度。尽管中央默许地方政府自行出台干预和扶持商品房市场的具体政策，但决策层似乎仍然认同挤出房地产泡沫的确有必要，但也忧心房地产市场的进一步萎缩引发更大范围的经济困境，因此，决策层的心态是矛盾的。一方面希望商品房市场能够自行调整，另一方面担心房地产问题的进一步发酵所隐含的风险。那么，通过增加保障房、基础设施建设规模等财政刺激手段，政府可以弥补和吸收房地产市场萎缩对总需求的短期冲击，并为房地产市场的自我调整创造相对宽松的经济环境。由此看来，中国商品房市场的调整可能需要持续一定的时间。

全球下行周期中中国的突围：引擎从外需转向内需。我们认为在危机之时依靠国内市场需求拉动经济增长具有重要意义，投资拉动是需要资金支撑的，因此，高储蓄率的国家通常拥有更大应对金融风险的能力。上次危机中，中国的高出现率和高投资率是成功应对97危机的关键，目的格局仍没有改变，中国储蓄总额在国内生产总值中所占的比例高达45%，高储蓄率使中国拥有更多可用于消费的资金，因而有利于抵御危机并加快经济复苏。



资料来源：国家统计局，中信建投证券研发部

图18　中国的储蓄率和投资率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在目前全球经济都处在美国金融危机的阴霾之下，全面融入世界经济的中国势难独善其身，产业升级遇阻不可避免，且阵痛期还将延续并加剧。但长期而言产业升级的战略思路不容置疑，政府不会也不应放弃产业升级的努力。

但是，产业升级的重心正转向产业的整合，尤其是重组与兼并。

表 7 是显示重点投资行业作为上游行业，所产出的下游行业。

表 7 重点投资行业的完全消耗系数

	农业	电力、热力及水的生产和供应业	建筑业	运输邮电业	房地产业
农业	0.251	0.033	0.131	0.045	0.037
采掘业	0.063	0.393	0.201	0.177	0.076
食品制造业	0.112	0.017	0.029	0.186	0.019
纺织、缝纫及皮革产品制造业	0.009	0.022	0.028	0.021	0.02
其他制造业	0.029	0.05	0.109	0.062	0.099
电力、热力及水的生产和供应业	0.047	0.171	0.118	0.085	0.056
炼焦、煤气及石油加工业	0.041	0.124	0.098	0.183	0.044
化学工业	0.174	0.132	0.197	0.119	0.099
建筑材料及其他非金属矿物制品业	0.011	0.024	0.225	0.021	0.025
金属产品制造业	0.047	0.155	0.364	0.137	0.134
机械设备制造业	0.082	0.35	0.272	0.35	0.323
建筑业	0.006	0.01	0.011	0.023	0.031
运输邮电业	0.069	0.137	0.192	0.195	0.112
批发零售贸易、住宿和餐饮业	0.059	0.107	0.123	0.092	0.104
房地产业、租赁和商务服务业	0.020	0.036	0.055	0.047	0.086
金融保险业	0.025	0.052	0.04	0.054	0.054
其他服务业	0.027	0.061	0.049	0.041	0.039

资料来源：国家统计局，中信建投证券研发部

表 8 所示为重点投资行业作为上游行业，所产出的下游行业。

表 8 重点投资行业的产出率

	农业	电力、热力及水的生产和供应业	建筑业	运输邮电业	房地产业
农业	0.251	0.047	0.006	0.069	0.02
采掘业	0.039	0.176	0.009	0.136	0.038
食品制造业	0.551	0.06	0.007	0.101	0.047
纺织、缝纫及皮革产品制造业	0.273	0.093	0.009	0.128	0.066
其他制造业	0.164	0.105	0.009	0.146	0.052
电力、热力及水的生产和供应业	0.033	0.171	0.01	0.137	0.036
炼焦、煤气及石油加工业	0.036	0.155	0.009	0.151	0.038
化学工业	0.122	0.175	0.01	0.153	0.057
建筑材料及其他非金属矿物制品业	0.049	0.189	0.011	0.175	0.052
金属产品制造业	0.045	0.18	0.01	0.174	0.042
机械设备制造业	0.051	0.126	0.011	0.17	0.069
建筑业	0.131	0.118	0.011	0.191	0.055
运输邮电业	0.045	0.085	0.023	0.195	0.047
批发零售贸易、住宿和餐饮业	0.143	0.726	0.02	0.113	0.085
房地产业、租赁和商务服务业	0.037	0.056	0.031	0.112	0.086
金融保险业	0.026	0.045	0.031	0.145	0.089
其他服务业	0.064	0.083	0.042	0.129	0.06

资料来源：国家统计局，中信建投证券研发部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从历史上看，一般当投资和经济增长出现减速情形时，意味着消费增长也将达到顶点，经济开始进入收缩期，之后，消费增长将随之回落。2009 年消费增长将呈回落趋势。但相对于投资和净出口，其贡献会有所提高，经济增长的协调性会有所好转。初步预计，2009 年全社会消费品零售额名义增长 10.8% 左右，实际增长 10.2%，比 2008 年增速有所回落。

小 结

欧美金融危机已经出现拐点，但经济危机已经形成。发达经济体衰退已成定局，其中欧元区的衰退较之美国将更为严重。全球经济增长将长期低迷，呈 L 型走势。货币政策难以降低资金成本；应对周期下行的财政政策可以熨平周期，但无法改变周期。金融危机所致周期下行的复苏期可能需要 4 年左右 时间。美股则可能于 2009 年第 3 季度形成长期底部。

当前中国经济的回落是国内国际经济作用相互交织的结果，也是经济增长周期的必然，做好“过冬”准备才能有备无患。未来的 3 年左右的时间，中国经济将步入周期性放缓阶段。为了应对本次下行周期，货币政策将进一步放松，积极的财政政策也将推动投资增长，但下行趋势无法因此改变。

中国寻求突围的路径一方面来自于投资的增长，另一方面来自于重组、兼并与整合的产业升级。

中国 2009 年能保持 8% 的增长：高储蓄带来的廉价资本将推动投资维持高位，财政盈余与发债空间保证了我国使用积极财政政策拉动经济增长的空间，此外大宗商品价格的迅速回落也为国内经济的发展带来了良好的市场环境。

我们对于 2009 年中国经济的预计如表 9 所示：

表 9　宏观经济指标预测

	2005	2006	2007	2008E	2009E
GDP（同比增长率 %）	10.4	10.7	11.9	9.5	8
社会消费品零售总额（同比增长 %）	12.9	13.7	16.8	21.3	10.8
城镇固定资产投资（同比增长 %）	27.2	24.5	25.8	27.5	18.6
出口（同比增长 %）	28.4	27.2	25.7	21.4	9.8
进口（同比增长 %）	17.6	20	20.8	25.8	9.6
CPI（同比增长 %）	1.8	1.5	4.8	6.2	0.6
PPI（同比增长 %）	4.9	3	3.2	6.7	1.2
利率				3.33	1.71
汇率				6.82	6.98

资料来源：中信建投证券研发部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

逆市布局下的投资策略

三大周期：经济周期、股市周期、流动性周期

经济周期、股市周期和流动性周期密切相关，流动性周期领先股市周期，时间差在3～12月之间。目前我国流动性指标已经显示出触底的迹象。2009年的市场将结束2008年单边下行的局面，迎来宽幅震荡和结构性机会，指数运行区间为1 200～2 700点。

三大平衡：经济发展平衡、流动性平衡、价值与成长平衡

市场将在三大平衡中出现投资机会：在中国经济平衡过程中，重点关注建筑建材、工程施工和机械设备行业；在价值与成长的选择中，应当寻找绝对价值与确定性成长类股票；在流动性平衡过程中，货币政策放松和经济预期回稳给市场提供了资金来源，但大小非仍然成为横亘在投资者面前的一大阻碍。

逆市布局：行业配置与TOP 20组合

我们认为从大类资产配置角度来看，股票资产正逐步变得有吸引力，而在流动性逐步复苏的情况下，战略性布局股市的时机正在显现。我们认为在行业配置上应该"顺应周期，突出主线"，在此基础上，我们推出2009年中信建投TOP 20股票组合：葛洲坝、冀东水泥、时代新材、天马股份、天威保变、川投能源、中国联通、中兴通讯、中国石化、芭田股份、天坛生物、恒瑞医药、科大讯飞、用友软件、安信信托、北京银行、步步高、北大荒、双汇发展、山东黄金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三大周期:经济周期、股市周期与流动性周期

一、三大周期的提出

2008 年,对于中国股市是惨痛的一年。就如前两年牛市来得那么突然、那么猛烈一样,本轮熊市下跌如此迅速、幅度如此之大同样出人意料。从 2007 年 10 月以来,时间刚刚经过一年,A 股的最大跌幅已经超过了 70%,较之 1929~1933 年美国股市的崩盘也不遑多让。无独有偶,在我们震惊于 A 股大幅下挫的同时,世界范围内的主要股票市场都出现了崩盘的情况,2008 年到 11 月 21 日,美国标普 500 指数年内下跌幅度已经达到了 48.76%,日本股市下跌了 51.22%,欧洲综合指数下跌了 47.92,中国香港恒生指数更是下跌了 55.78%。是什么原因导致了世界范围内的股灾呢?

就 A 股市场而言,从 2007 年的金融资产泡沫破裂,到 2008 年初出现的大小非减持,再到近期宏观经济增速的下降,一系列的利空出现成为股市下跌的导火索,而对于世界范围内的股价暴跌,市场更多将其归结为次贷危机所引发的金融飓风、经济危机。这些无疑都为本次世界范围的股灾做了很好的注释。但抛却这些具体的近期因素,我们能否从经济运行规律本身来重新审视这次股市危机呢?

我们历数近 400 年以来的经济与金融危机后,不难发现,虽然较之 400 年前,无论是经济实力还是股市规模,都有了几何式的增长,但危机却同样伴随经济的发展而不断出现,而且发生的频率也越来越频繁。经济发展是具有周期性的,这一点已被世人所认可,那么股市危机的出现,几乎与经济危机相伴而生,从这一点来看,二者的关联性进一步得到了证明。

表 1　经济与金融危机

时间	危机	表现
1637 年	郁金香疯狂	郁金香最高价曾炒至 4 200 荷兰盾,20 倍于一位熟练技工的年收入
1720 年	南海泡沫	股票供不应求导致了价格狂飙到 1 000 英镑以上,但公司的真实业绩严重与人们预期背离
1837 年	金融恐慌	美国银行系统出现混乱
1907 年	银行家恐慌	股市暴跌,民众挤兑,大银行濒临倒闭

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

时间	危机	表现
1929 年	大萧条	华尔街股市大幅缩水，到了 1932 年股价下跌近 90%
1987 年	黑色星期一	1987 年 10 月 19 日标准普尔指数狂泻 20%，全世界的市场出现暴跌
1990 年	储蓄和贷款危机	超过 1000 家的互助储蓄银行倒闭，其资产更是超过了 5 000 亿美元
1996 年	日本楼市泡沫破裂	日本的房地产泡沫破裂，房价下跌 50%，使日本遭遇了长达 10 多年的经济低迷
2001 年	互联网的泡沫以及安然的破产	信用危机出现，超过两万人因此失业
2001—2002 年	阿根廷银行业危机	几乎一夜之间，阿根廷就由一个颇为成功的经济中心跌入了贫穷的深渊
2007 年	次贷危机	金融机构大量倒闭
2008 年	经济危机	?

资料来源：中信建投证券研发部

此外，我们也注意到，在金融产业逐步成为经济运行核心之后，在经济危机出现之前，往往表现为金融危机。对于金融企业，流动性无疑是其最关键的要素之一，金融企业的倒闭与破产往往最先表现为流动性出现问题。由此，我们把流动性也作为一个主要因素，纳入到我们的思考当中。

综上，如果从一个经济运行的长周期来看，经济危机、股市危机和金融危机往往相运而生，三者所体现出的周期性也可以归结为经济周期、股市周期与流动性周期。三者之间的关系到底如何，表现孰先孰后，就成为我们对本轮股市周期分析的重点。对于经济周期与股市周期的讨论由来已久，股市作为经济的晴雨表，其周期也应该是领先于经济周期的，因此我们这里不做过多描述；对于经济周期与流动性周期，其相关性不言而喻，但就是否存在明显的时间差，理论界分歧仍然很大，这里我们也不做过多的分析；我们仅就股市周期与流动性周期做深入的探讨。

二、股市周期与流动性周期

所谓"流动性"，实际上是指一种商品对其他商品实现交易的难易程度。衡量难易程度的标准是该商品与其他商品实现交易的速度。当该商品与其他商品交易速度加快，也就是非常容易实现交易的时候，流动性就会出现过剩；当该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商品与其他商品的交易出现速度减缓，也就是实现交易非常困难的时候，流动性就会出现不足。

在一般的宏观经济分析中，流动性过剩被用来特指一种货币现象。也就是说，在现实的经济分析中，上面定义当中的基准商品仅仅被当作货币，因为货币本质上也是一种商品。欧洲中央银行就把流动性过剩定义为实际货币存量对预期均衡水平的偏离。

对全球流动性的测量标准：对于流动性的分析应该同时从量和价两个维度来看——前者包括对货币、信贷、金融衍生品和外汇储备的综合度量，后者包括经通货膨胀率调整后的政策利率以及利差——这里利差既包括收益曲线的，也包括跨边界及资产间的。我们同时认为对成熟市场来说价格是更合适的指标，而对新兴市场来说则数量或许更好一些。

1. 成熟市场的流动性周期与股市周期

对于国际市场的流动性情况，我们使用的一个指标是发达国家名义 GDP 的增长率减去其央行的基准利率。如果该指标越高，说明利率相对于经济增长率偏低、流动性充沛；反之，该指标越低，说明利率相对于经济增长率偏高、流动性偏紧。这个指标的经济含义如下：名义 GDP 包括了通胀和经济的实际增长，而基准利率则包含对通胀的预期和资本的实际成本。由于资本的实际成本应该基本上与经济的实际增长速度一致，所以这两个数据的差别大致反映了资金松紧的程度。



资料来源：bloomberg，中信建投证券研发部

图 1 流动性周期与股市周期——美国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从美国股市周期与流动性周期的对比图(见图 1)中我们可以看到,20 世纪 90 年代和 2003～2007 年两次股市的上升周期都伴随着流动性的变化。股市由熊转牛之前,往往都表现为流动性开始表现为充沛,领先的时间在 3～12 月。而在股市下跌之初,往往伴随着流动性同步地紧缩。特别是在次贷危机之前,流动性早在 2006 年年末就开始出现明显的萎缩,而股市仍然一路高歌猛进,直到 2007 年 8 月次贷危机爆发,股市才掉头向下。流动性周期给予股市的预警作用,在这次危机中体现无疑。但之后流动性与股市之间规律开始出现背离,我们将其归结为次贷的影响,由于本次危机导致美国信贷体系的崩溃,通过调整基准利率来影响经济实体的机制已经荡然无存,按照流动性指标的定义,其规律也就失效了。

我们参照的第二个国家为日本。从日本股市周期与流动性周期的对比图(见图 2)中我们可以看到,二者的相关性更为明显。流动性由松到紧或由紧到松成为股市重要的指导性指标,其领先的时间在 3～6 个月之间。



资料来源:bloomberg,中信建投证券研发部

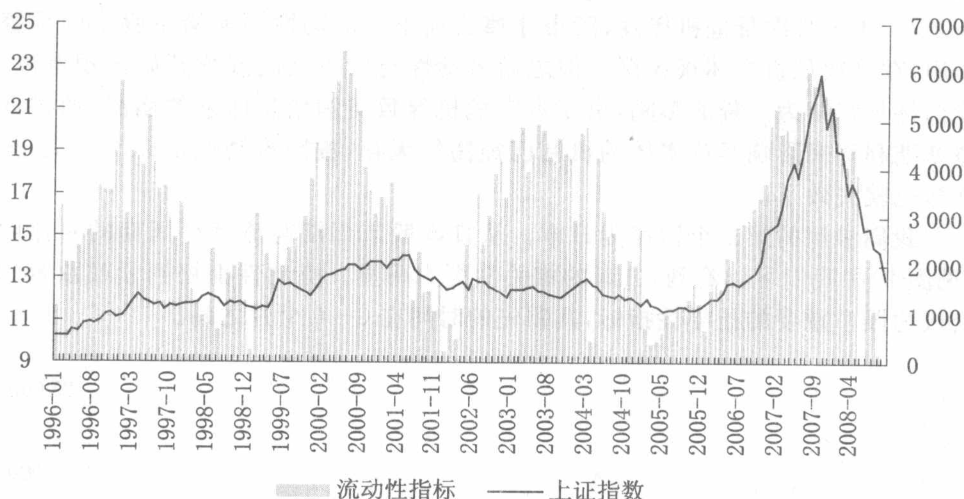
图 2 流动性周期与股市周期——日本

2. 我国的流动性周期与股市周期

作为新兴市场国家,用基准利率来衡量流动性已经明显不适宜了。在这里,我们选用了数量化的指标,即 M1 的增速。M1 作为流通中的货币及活期存款,最能反映当前市场的流动性,而增速则反映货币供给的变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从图中我们可以清晰地看到，股市周期与流动性周期具有极高的关联性。股市的上涨往往伴随着流动性的同步提高，其时间差在 3～12 月不等。而 2001～2005 年的股市熊市中，该规律失效，反映出我国股市的运行掺杂着更多的因素。



资料来源：中经数据，中信建投证券研发部

图 3 流动性周期与股市周期——中国

综上所述，股市周期与流动性周期存在密切的关联性，特别是在股市由盛转衰或由衰转盛的关键时点，往往流动性的拐点要早于股市拐点 3～12 月，这就为我们具体投资提供了一个很好的参考要素。

三、三大周期的相关性

通过以上的分析，我们可以清晰的理解，流动性周期要早于股市周期，而股市作为经济的晴雨表，是领先经济周期的。那么，三者之间则表现为轮番的周期性上涨或下跌。

就本轮股市来看，我们可以看到，全球性的流动性周期自 2006 年年末到 2007 年 3 月之间，开始逐步的萎缩，而我国相对滞后，大概在 2007 年 9 月才开始出现下降。而到 2007 年第 3 季度，全球经济才开始明显回落，股市也伴随着经济应声而下。那么对于 2008 年而言，则是流动性、经济、股市三大周期都落入了下降通道，因此，我们也就可以理解为什么本次股市的下跌幅度会是如此之大了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

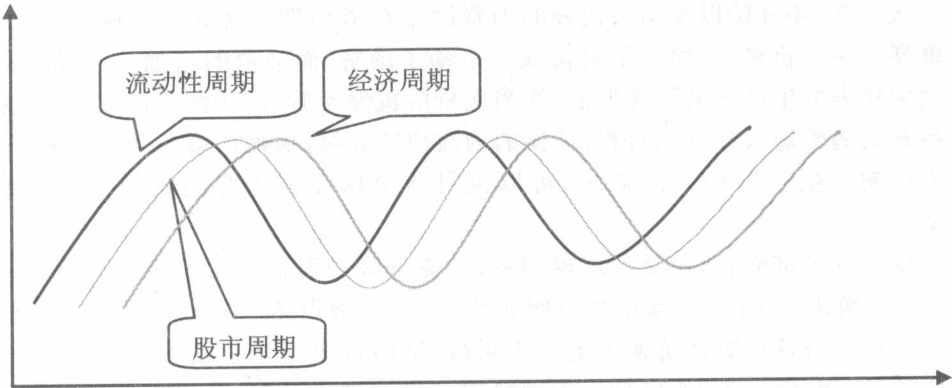


图 4 三大周期模拟图

表 2 工业七国与我国 GDP 增速变化

	2007/9/30	2007/12/31	2008/3/31	2008/6/30	2008/9/30	一年来下降幅度
美国	2.8	2.3	2.5	2.1	0.8	2
日本	1.2	0.4	−0.1	−0.9	−1.7	2.9
英国	3.3	2.9	2.4	1.5	0.3	3
德国	2.4	1.7	2.7	1.9	0.8	1.6
法国	2.4	2.2	2	1.2	0.6	1.8
意大利	1.6	0.1	0.4	−0.2	−0.9	2.5
加拿大	3	1.9	0.8	0.3	0.6	2.4
中国	11.5	11.2	10.6	10.1	9	2.5

资料来源：bloomberg，中信建投证券研发部

三大平衡：经济发展平衡、价值与成长平衡、流动性平衡

通过前文，我们看到了经济、流动性和股市这三大周期之间的内在联系，在当前我国宏观调控政策向保增长转变、股市在经历了70%的巨幅下跌以及流动性微露曙光的情况下，该如何寻找投资标的呢？接下来我们将从经济发展平衡、价值与成长平衡和流动性平衡三个角度进行阐述。

一、经济发展平衡

当前的世界经济正经历着从消费国到生产国的再平衡，而作为生产国的中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国也在积极主动扩大内需来对冲全球经济下滑和努力谋求发展模式变化。

从2003年开始以美国为代表的消费国家在流动性泛滥和信用膨胀下，大幅推高了房产价格，进而由于财富效应带动了消费，而消费的增加又带动了以中国为代表的生产国的快速发展，而当次贷危机爆发后，流动性快速收缩，金融体系开始痛苦地去杠杆化过程，美国的内需快速放缓，房地产萧条和消费停滞，进而影响到生产国的产品需求，可以说目前全球经济正在调整中等待再次平衡。

就中国经济而言，在受到宏观调控，外需下降和财富缩水等负面因素冲击下，GDP增速快速回落，流动性持续紧张，出口滑坡严重，消费需求持续放缓，中央政府充分认识到经济面临的巨大风险，适时推出保增长政策，货币政策也随之放松，而“国十条”的出台一方面稳定了经济增长预期，另一方面也为投资者指明了投资方向。

表3 “国十条”政策一览

政策措施	实施效果	受益板块
保障性安居工程	改善民生，吸纳就业	房地产、建筑建材、机械设备
农村基础设施建设	促进三农，吸纳就业	建筑建材、工程施工、机械设备
铁路、公路和机场	基础设施改造，吸纳就业	建筑建材、工程施工、机械设备
医疗卫生、文化教育	改善民生	医药、文化传播
生态环境建设	可持续发展	节能环保
自主创新和结构调整	可持续发展	科技、高端制造
灾后重建	促进灾区重建	建筑建材、工程施工、机械设备
提高城乡居民收入	促进消费	消费
增值税转型改革	减轻企业负担	所有(特别是设备生产类)
加大金融支持力度	解决企业资金诉求	所有

资料来源：中信建投证券研发部

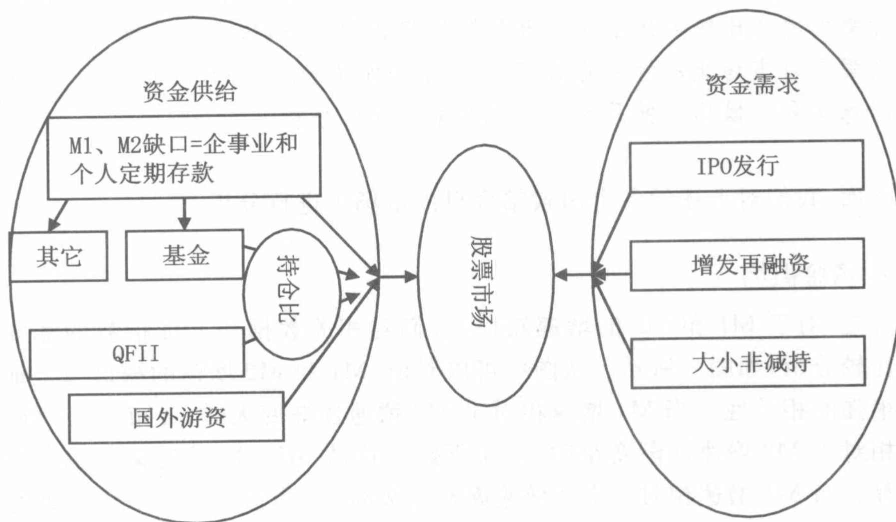
可以看到，在“国十条”政策中，涉及的方面主要有基础设施建设、安居工程、教育医疗、自主创新等，而从受益板块来看，主要集中在建筑建材、工程施工和机械设备方面，对于医药、节能环保和科技创新投资者也应给予足够重视。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、市场流动性平衡

长期以来，A股市场的涨跌都与市场上资金供求密不可分。甚至有说法说A股市场的上涨就是资金推动性上涨，反之下跌也是资金不足或者不活跃引起的。当然，这种说法仅强调流动性，难免偏颇，但我们还是可以从中看出资金流动性对A股市场的重要影响。

下面，我们就对流动性平衡对市场的影响做进一步分析。



资料来源：中信建投证券研发部

图5 A股市场流动性均衡

从图5中可以看出，资金的供给和需求可根据不同的要素情况来进行评估。

(1)从资金供给方面来看，其实可以分为内资和外资两个部分。对内资而言，主要依赖于M1和M2的缺口来确定可以为市场提供的资金，在实际中，我们可以通过M1和M2的增速变化来确定这部分资金供给的变化情况。这部分资金在进行股票市场的投资时一般有两种途径：一种是直接投资；一种是间接投资，即投资基金。直接投资的数据没有专门的统计，基金方面的数据，一般只公布基金金额，而对具体的仓位和持仓状况的数据也没有明确的统计。所以，对于内资供给而言，真正可以切实给出资金供给信息的就是M1和M2的增速缺口。对于QFII，我们一般也是根据申请和获批的QFII获批家数和获批额度来定性的判断海外机构投资者对A股市场的判断和信心。对于海外的游资，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

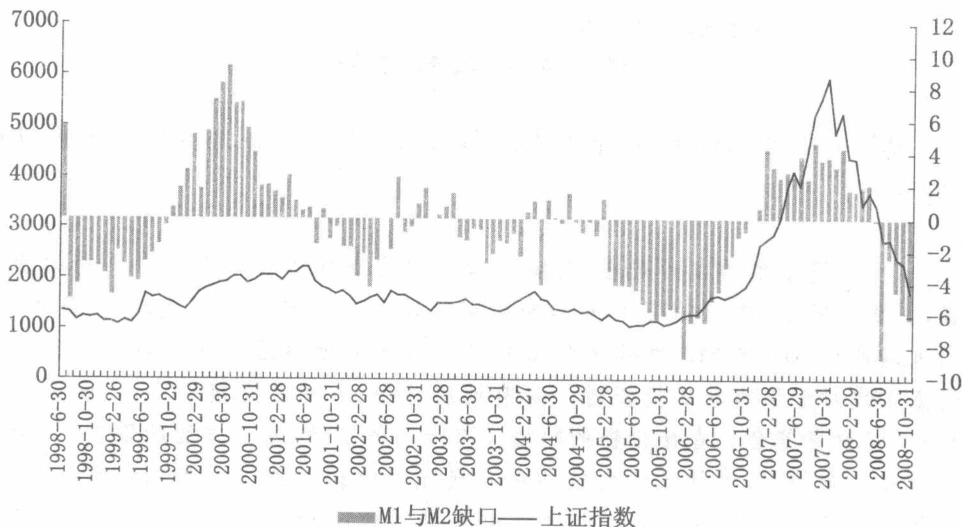
市场众说纷纭，具体数量我们不去作考量，只从全球经济运行的角度来做方向性的判断。

(2)从资金需求的方面来看，可以分为一级发行市场的资金需求部分和二级交易市场的资金需求部分。就一级市场而言，主要是IPO的发行和增发再融资，这两个方面一般受市场景气度的影响比较大，市场处于牛市，景气上行时，IPO发行和增发再融资就比较活跃；市场处于熊市，景气下行时，IPO发行和增发再融资就比较少，一方面企业并不愿意在估值较低的情况下上市融资，另一方面政策上为了调整过紧的流动性也会有意进行限制。就二级市场而言，对资金需求冲击比较大的主要是限售股的解禁和减持，这方面金额之巨和减持动因之强是对市场流动性的潜在巨大威胁。所以，对市场流动性的分析，比较有实际意义和可操作性就是对大小非解禁情况的分析。

下面，我们对上述的各个因素结合目前市场来进行分析。

1. 资金供给

首先，对于M1和M2的增速缺口，我们对相关数据和上证指数的涨跌进行了比较分析，如图6所示。从图中可以看出，M1和M2增速的缺口与上证指数有很强的相关性。当M1增速相对于M2增速逐渐变大时，股市上涨；当M1增速相对于M2增速逐渐变小时，股市下跌。这从MI、M2的定义上也可以得到解释。当M1增速相对于M2增速逐渐变大时，说明企事业和居民定期存款



资料来源：Bloomberg，中信建投证券研发部

图6 上证指数与M1、M2缺口的历史比较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相对增速减慢，资金分流到市场，市场流动性增加，所以上涨，反之亦然。

而且，从历史上每一次市场涨跌的情况来看，市场在筑底过程中，M2 增速比 M1 增速快 6～13 个百分点。根据目前的情况来看，公布的 2008 年 10 月份 M1 与 M2 增速的缺口为 6.17%，从这个角度来看，市场的流动性筑底阶段应该正在进行或者即将进行。

其次，对于 QFII 而言，从年初到现在，已经有 19 只 QFII 获得批准，QFII 的总数已经达到 71 家。从海外机构申请 QFII 资格的热情来看，在全球经济不景气的情况下，中国的市场情况还是相对比较被看好的。根据 WIND 的统计，目前 71 家 QFII 的资金一共有 106.7 亿美元。其中 19 家 2008 年新获批资格的 QFII 中有 17 家还没有具体获批额度。随着进一步的额度获批，这资额资金也可以从一定程度上缓解目前流动性从紧的局面。

表 4　2008 年获得 QFII 资格批准的境外机构

机构名称	获批额度	资格获批日期	额度获批日期
哥伦比亚大学	1	2008/03/12	2008/03/12
韩国保德信资产运用株式会社	0.75	2008/04/07	2008/04/11
荷宝基金管理公司		2008/05/05	—
道富环球投资管理亚洲有限公司	—	2008/05/16	—
比利时联合资产管理有限公司	—	2008/06/02	—
铂金投资管理有限公司	—	2008/06/02	—
未来资产基金管理公司	—	2008/07/25	—
安达国际控股有限公司	—	2008/08/05	—
哈佛大学	—	2008/08/22	—
魁北克储蓄投资集团	—	2008/08/22	—
三星投资信托运用株式会社	—	2008/08/25	—
华侨银行有限公司	—	2008/08/28	—
联博有限公司	—	2008/08/28	—
大和证券投资信托委托株式会社	—	2008/09/11	—
首域投资管理(英国)有限公司	—	2008/09/11	—
壳牌资产管理有限公司	—	2008/09/12	—
普信国际公司	—	2008/09/12	—
法国兴业资产管理有限公司	—	2008/10/14	—
瑞士信贷	—	2008/10/14	—

资料来源：WIND 资讯，中信建投证券研发部

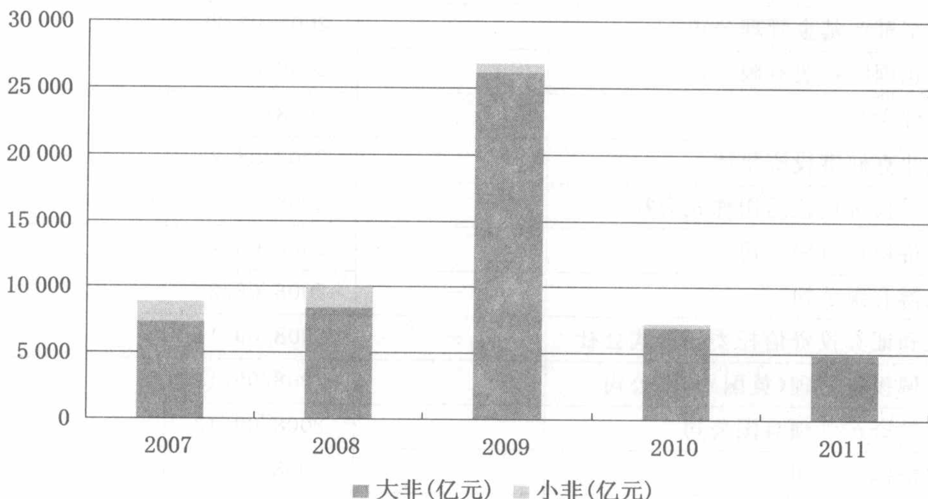
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 资金需求

一级市场的资金需求主要来自IPO新股发行和上市公司的增发再融资。根据WIND统计，2008年一共有76家IPO发行上市，募资规模达到了1600.51亿元，其中，上半年发行了58家，发行规模为1 380.19亿，从下半年开始，IPO的发行无论从发行家数还是从发行规模，都出现了明显的回落，而整个10月份，A股市场的IPO发行进入真空期，这一方面是受限于市场的冷清，过低的估值打击了企业发行上市的信心，另一方面也是因为政策上为了调节市场从紧的流动性而限制IPO发行的意向。从目前的经济运行和市场流动性从紧的状态来看，我们认为，2009年的IPO发行规模将会继续延续2008年下半年的谨慎。

根据WIND统计，从2008年初到现在，增发再融资的上市公司有72家，融资规模达到948.18亿元，从目前的市场状况来看，09年的增发再融资规模很大可能上会跟IPO融资一样，出现回落。

在当前A股市场中，真正影响资金需求的因素是二级市场的大小非减持。这一方面是因为大小非解禁的金额巨大，一旦减持抛售，对市场的流动性会造成巨大的威胁；另一方面，限售股的成本很低，一旦解禁，减持的动力很大，尤其是不考虑公司发展及控制权的小非。而且，大小非减持并不像IPO发行和再融资增发那样能够从政策方面进行有效的调整和限制，所以，我们要对2009年解禁的大小非进行全面分析来找出可能会出现流动性问题的行业和个股。



资料来源：WIND资讯，中信建投证券研发部

图7 各年大小非解禁规模和构成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首先，从解禁金额上看，2009 年的限售股解禁将达到高峰，一共有 26 829.13 亿元，其中，大非解禁规模为 26 180.96 亿元，占全部解禁额的 97.58%，小非解禁金额为 648.17 亿元，占全部解禁额的 2.42%。

但是，从中国登记结算公司已公布的大小非减持情况看来，自 2008 年开始，累计减持总量是逐渐递增的，而且，大非减持数量远远小于小非的减持数量。所以，从 2009 年全年的情况来看，大非解禁占比 97.58%，相对小非而言，尽管减持压力会比较少，但是，在 26 829.13 亿元这么大基数下，保守地估计，即便是按 2008 年的 10%左右的大非减持比例和 40%左右的小非减持比例来看，也会给市场带来 2 877 亿元的资金需求，而这么大数目的资金需求对市场流动性必然会造成巨大压力。

表 5　已公布的大小非减持情况

时间	减持总量（亿股）	累计减持占比	大非当月减持数量（亿股）	小非当月减持数量（亿股）	大非累计减持占比	小非累计减持占比
2008/06	4.51	29.67	—	—	—	—
2008/07	8.49	29.78	2.93	5.56	17.24%	43.51%
2008/08	4.80	24.30	0.94	3.8	11.92%	43.9%
2008/09	4.53	23.47	1.47	3.05	11.98%	44.46%
2008/10	4.04	25.38	1.42	2.62	10.90	43.98

资料来源：中国证券登记结算有限公司，中信建投证券研发部

下面，我们从各个月份和行业分布上来审视一下 2009 年大小非解禁的影响。首先，从时间上来看，2009 年的大小非解禁在前 5 个月和 10 月份的规模相对较大。其次，小非解禁主要集中在上半年，而在整个 2009 年的下半年，无论从规模上看，还是从构成上看，大小非解禁对市场流动性的冲击都会有所缓解。

其次，从整个 2009 年大小非解禁的行业构成上来看，材料、能源、资本货物、技术硬件与设备和汽车与汽车零部件占比相对较高。

另外，对于抛售减持意愿强烈的小非，其解禁金额比较大的上市公司主要集中在耐用消费品与服装、房地产、银行、材料、资本货物、汽车与汽车零部件、制药、生物科技与生命科学等行业。

根据 WIND 统计，我们归纳出 2009 年小非解禁规模最大的 20 家上市公司，投资者可以参考以便在相应的时间段对相关的个股进行规避。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6 2009 年小非减持规模最大的前 10 只股票

证券简称	解禁时间	解禁金额	行业
深发展 A	2009/06/20	66.46	银行
中国铅笔	2009/02/08	21.05	耐用消费品与服装
江苏阳光	2009/03/07	18.68	耐用消费品与服装
陆家嘴	2009/01/05	17.30	房地产
新湖中宝	2009/02/14	15.355	房地产
长安汽车	2009/05/11	14.53	汽车与汽车零部件
华侨城 A	2009/01/06	14.45	消费者服务
联华合纤	2009/02/05	13.94	房地产
哈药股份	2009/09/04	13.65	制药、生物科技与生命科学
复星医药	2009/04/26	13.53	制药、生物科技与生命科学

资料来源：WIND 资讯，中信建投证券研发部

三、价值与成长平衡

投资价值股还是成长股历来就是投资界两种不同的风格，价值型投资者看重的是市盈率中的价格因素，对未来盈利关注较少。价值投资者更关心投资的安全边际，期待以低廉的价格买入，等待市场预期改善带来的价格上涨，而对盈利改善带来的收益关注不多。成长型投资者则不同，他们更关注市盈率中业绩因素，对当前价格不敏感，他们期待公司业绩增长实现后带来的收益。而在目前宏观经济不明朗、上市公司业绩变动剧烈的情况下，无论是价值型投资者还是成长型投资者都面临考验。我们认为，寻找绝对价值和确定性成长类股票在当前形势下是一种较好的策略。

1. 价值与成长的周期性变化

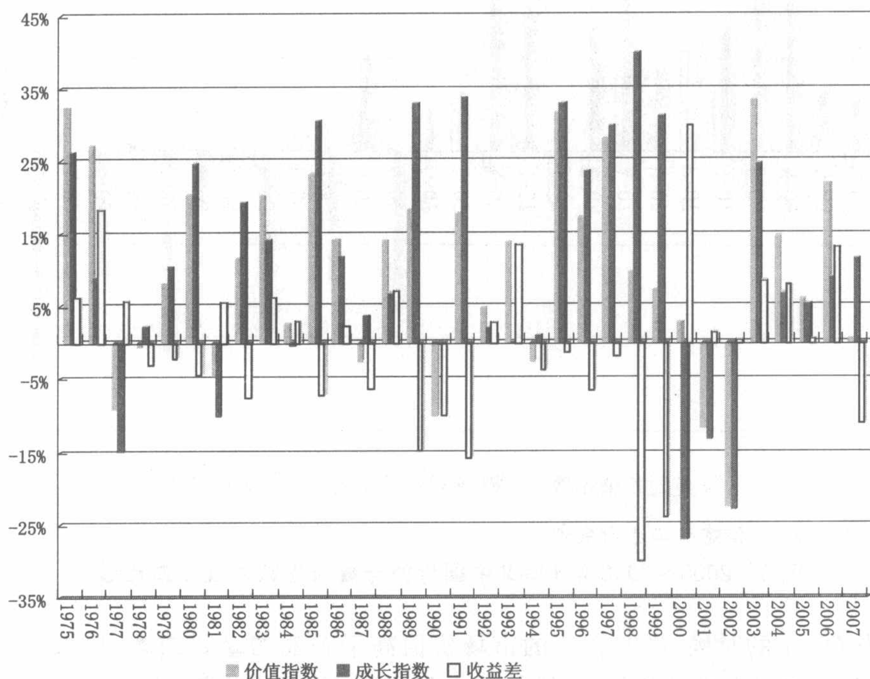
长期来看，价值类股票带来的回报更高，这部分源于投资者容易对成长给予过高溢价，而成长往往难于持续，成长故事的破灭对成长类股票打击巨大。其中比较明显的例子有网络股泡沫。

观察美国市场中两类股票的表现，可以看出，长期来看价值股占优，但周期波动性特征明显，尤其是在 1995 年～1999 年的科技股浪潮，成长股涨幅远远超越价值股，而在其后的 2003～2007 年的房地产泡沫中，价值类股票的股票又超越成长股。

我们统计了 2006～2008 年 MSCI 中国绝对价值与绝对成长指数表现，中长期来看，中国市场更体现出新兴加转轨的特征，市场波动性较大，而且两类股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票表现出齐涨共跌的特征。但从月度收益来看，我们可以看到，在牛市中成长股表现突出，这大部分归因于在牛市中投资者对成长类个股给予过多的成长性溢价，而对高成长所伴随的高风险关注较少。但在调整和牛市初期价值股表现占优，部分反映出价值投资者更倾向于长期投资和对基本面的考量。但在熊市中二者无一幸免，都遭遇大幅下跌。



资料来源：中信建投证券研发部

图 8　美国 MSCI 价值与成长指数年度表现比较

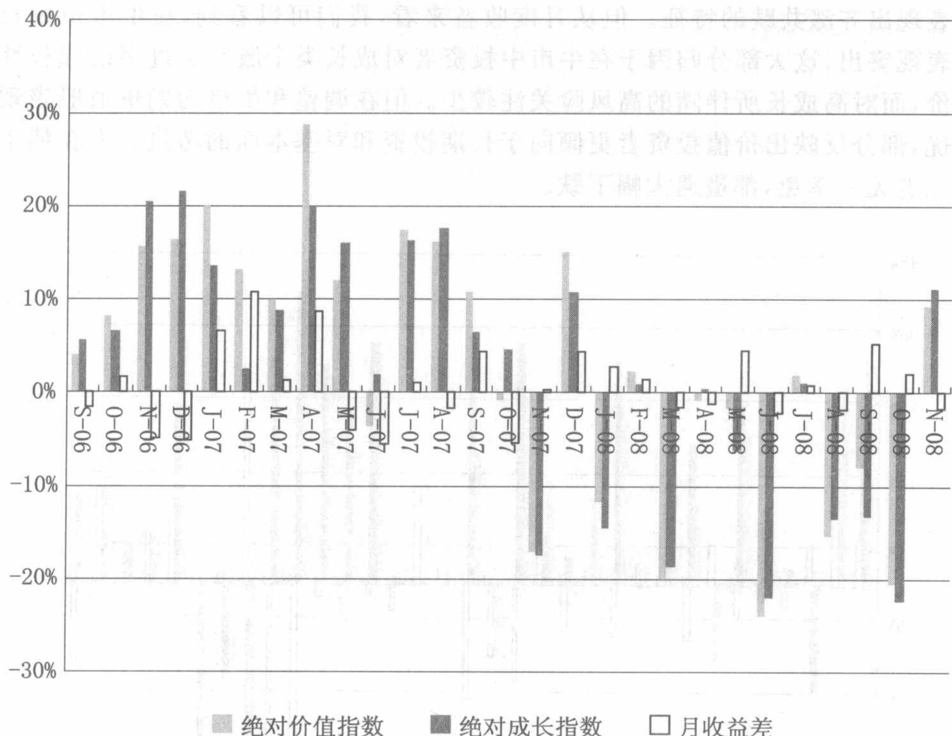
2. 绝对价值——重置成本

就价值而言，市场从最高点跌到现在，跌幅已经超过 60%，很多个股跌破净资产。我们就从这里出发，从产业资本置换的角度重新对市场进行估值。

关于资本在金融资产和产业资产间的博弈，我们采用的是诺贝尔经济学奖获得者詹姆斯·托宾提出的著名理论——托宾 Q 理论。根据托宾的研究，Q 值是企业的市场价值 MV 与企业的重置成本 RC 之比。

$$Q = MV/RC$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：中信建投证券研发部

图 9　2006～2008 年 MSCI 中国价值与成长指数月度收益比较

当 Q>1 的时候，说明企业的市场价值高于企业的重置成本，股票价值被高估，套利空间形成，逐利性会驱使股东抛售股票，进行投资，资金将从金融市场流向产业市场。当 Q=1 的时候，金融市场和产业市场的套利空间消失，资本将处于动态平衡状态。当 Q<1 的时候，表示企业的重置成本高于企业的市场价值，价值被低估，资本将更愿意投资金融产品。

在实际操作中，市值就是流通市值、非流通市值与净负债之和，而重置成本在实证研究中一般用总资产的账面值来替代，用公式表示就是：

$$Q=(\text{收盘价}*\text{流通股数}+\text{每股净资产}*\text{非流通股数}+\text{企业净负债})/\text{企业总资产}$$

根据这个公式，我们对目前的 A 股市场进行 Q 值计算。根据 WIND 的数据整理，我们用 2006 年和 2007 年的年报、2008 年的三季报中的资产负债数据，算出了各年份的 Q 值。我们可以看出，目前 Q 值小于 1 的公司占比与 2006 年的情况基本持平，但目前的市盈率却比 2006 年的市盈率缩水过半，所以，从这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个角度看，目前的A股市场的投资价值已经开始显现。同时，我们对Q值处于1～1.5之间的上市公司也进行了统计，就价值而言，有65.49%的上市公司处于核心区间的低位，如表7所示。

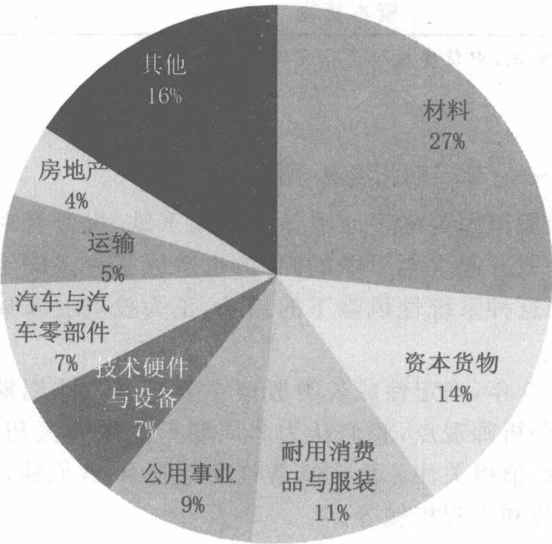
表7 A股市场Q值小于1的分布

时间	2006年	2007年	2008/11/21
公司总数(除去ST公司)	1133	1368	1446
Q<1的公司数	178	24	226
占比	15.71%	1.75%	15.63%
上证指数PE	39.92	63.01	14.97

资料来源：WIND资讯，中信建投证券研发部

表8 Q值在1～1.5之间的分布

时间	2006年	2007年	2008/11/21
公司总数(除去ST公司)	1133	1368	1446
1<Q<1.5的公司数	749	325	947
占比	66.11%	23.76%	65.49%
上证指数PE	39.92	63.01	14.97



资料来源：WIND资讯，中信建投证券研发部

图10 Q值小于1的公司行业构成分布

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从整体来看，目前的A股市场是处于相对低估的区间，但是，对各个行业而言，价值低估的程度是有分化的。下面，我们对Q值小于1，也就是从产业资本置换的角度衡量价值被绝对低估的上市公司进行行业分类归纳，我们发现，在这些上市公司中，材料、资本货物、耐用消费品与服装和技术硬件与设备等行业占比较高。

就个股而言，剔出ST股票之后，我们选出了从产业资本置换角度看最具价值优势的10只股票以供投资者参考。

表9 从Q值角度看最具投资价值的前10只股票(剔出ST股)

证券简称	行业	Q值
海欣股份	耐用消费品与服装	0.68
晨鸣纸业	材料	0.70
兖州煤业	能源	0.72
明天科技	材料	0.73
上柴股份	资本货物	0.73
大冷股份	资本货物	0.77
中海发展	运输	0.77
长春经开	房地产	0.77
江西铜业	材料	0.77
经纬纺机	资本货物	0.78

资料来源：WIND资讯，中信建投证券研发部

3. 确定性成长——非周期和高景气度

我们认为目前股市因为诸多原因导致大幅下跌，投资者对未来充满悲观预期，这些在导致个股普遍大幅下跌的同时，也造成了许多确定性成长行业和个股的价格下降，而这种系统性风险下的错杀，正为投资者布局确定性成长类股票带来了良机。

我们认为在2009年，确定性成长类股票主要分布在非周期和高景气度的行业中。结合行业分析师观点，我们认为非周期行业中的医药、科技、教育、公用事业和必需消费品值得关注。而在高景气度行业中，我们建议投资者关注农业、新能源、铁路设备和工程机械等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2009 年行业配置与 TOP 20 股票组合

通过上述分析，我们认为从大类资产配置角度来看，股票资产正逐步变的有吸引力，而在流动性逐步复苏的情况下，战略性布局股市的时机正在显现，但是同时要看到我国宏观经济形势依然严峻，上市公司业绩情况还未好转，我们认为在行业配置上应该“顺应周期，突出主线”。具体的行业配置见表 10。

表 10　中信建投 2009 年行业配置策略

行业	影响因素	景气趋势	投资评级
交通运输	油价变化、需求下滑	持平	中性
周期性消费	财富效应，消费缩减	下降	减持
非周期性消费	政策支持、需求稳定	上升	增持
工业	国十条、基础设施建设	上升	增持
公用事业	价格机制	持平	中性
信息技术	产业升级，新技术应用	上升	增持
金融	宏观经济、降息周期	下降	中性
基础材料	价格回落、需求下滑	下降	中性
能源	价格机制、需求	持平	中性

资料来源：中信建投证券研发部

在主线方面选择上，我们看好以下四大主线：一是紧跟政府投资，推荐铁路设备、工程建筑、机械设备；二是投资绝对价值，关注大幅跌破重置成本的个股；三是寻找确定性成长，关注非周期行业中的医药、科技和必需消费品，同时关注高景气度行业中的农业、新能源等；四是市场大幅下跌以后，并购重组将会迎来黄金时期。

就以上投资思路，我们推出中信建投 2009 年 TOP 20 股票组合。

表 11　中信建投 TOP 20

公司代码	公司名称	行业	公司代码	公司名称	行业
600068	葛洲坝	建筑	600161	天坛生物	生物制品
000401	冀东水泥	建材	600276	恒瑞医药	生物医药
600458	时代新材	铁路设备	002230	科大讯飞	计算机
002122	天马股份	普通机械	600588	用友软件	计算机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

公司代码	公司名称	行业	公司代码	公司名称	行业
600550	天威保变	电气设备	600816	安信信托	信托
600674	川投能源	电力生产	601169	北京银行	银行
600050	中国联通	通信运营	002251	步步高	零售
000063	中兴通讯	通信设备	600598	北大荒	种植业
600028	中国石化	石油化工	000895	双汇发展	食品加工
002170	芭田股份	化工产品	600547	山东黄金	有色金属

资料来源：中信建投证券研发部

小　结

（1）经济周期、股市周期和流动性周期密切相关，流动性周期领先股市周期，时间差在3～12月之间。目前我国流动性指标已经显示出触底的迹象。

（2）2009年的市场将结束2008年单边下行的局面，迎来宽幅震荡和结构性机会，指数运行区间为1 200～2 700点。

（3）市场将在三大平衡中出现投资机会：在中国经济平衡过程中，重点关注建筑建材、工程施工和机械设备行业；在价值与成长的选择中，应当寻找绝对价值与确定性成长类股票；在流动性平衡过程中，货币政策放松和经济预期回稳给市场提供了资金来源，但大小非仍然成为横亘在投资者面前的一大阻碍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融创新:稳定市场 缓步前行

——2009年金融创新业务展望

能否稳定市场将成为金融创新业务推出的出发点和立足点

高杠杆金融工具的大量使用无疑使这次金融危机爆发时对市场更具破坏性。面对资本市场和实体经济的激烈动荡,能否有助于稳定市场将成为2009年新的金融创新业务推出的出发点和立足点。

融资融券:初期规模和影响有限

融资融券业务的推出被管理层看成是稳定市场的举措之一。短期内该业务规模将只有数百亿元到1 000亿元。推出初期对市场走势的直接影响非常有限,更大的影响是在心理层面。对券商盈利的影响也很小。

权证市场:泡沫泛滥,亟待扩容

挂牌数量的过少造成了权证定价的极度泡沫化。预计2009年新发行权证数量将会小幅增长,主要来源依然是分离债,备兑权证不会启动。

股指期货:质疑与期待中徘徊

尽管股市的发展客观上要求避险工具尽快推出。但在全球金融危机肆虐的背景下,股指期货的推出恐怕还将延后。

REITs:稳定房地产市场,可能起航

可交换公司债券:市场容量有限

金融创新路在何方

对场外交易全面监管并加强国际间的合作;场内交易衍生产品依然有很好的发展空间;金融产品的设计不宜过于复杂,其投资链条不宜过长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

稳定市场：推出新的金融创新业务的出发点

导致这次金融危机的根本原因是美国的过度负债消费，而以金融衍生产品为代表的高杠杆金融工具的大量使用无疑使危机爆发时对市场更具破坏性。在全球对金融衍生产品充满疑虑和诟病的背景下，我国的金融创新业务的推出将变得更为谨慎是必然的，面对资本市场和实体经济的激烈动荡，将稳定市场作为未来一段时间资本市场的工作重点也是非常自然的。

因此能否有助于稳定市场将成为2009年新的金融创新业务推出的出发点和立足点，从这一角度出发，融资融券业务和可交换债的推出具有较大的现实性，REITs的推出则对稳定房地产市场有所益处，已经存在的权证市场将会平稳发展，而充满争议的股指期货和其他衍生产品则很可能继续处于引而不发的状态。

融资融券业务：渐行渐近

2006年7月证监会公布了《证券公司融资融券业务试点管理办法》以及《证券公司融资融券业务试点内部控制指引》。证监会在《证券公司融资融券业务试点管理办法》中对证券公司开展融资融券业务的业务许可、业务规则、债权担保、权益处理、监督管理等进行了详细规定，相关的文件还有证监会发布的《证券公司风险控制指标管理办法》、交易所的融资融券交易试点实施细则和登记公司的融资融券试点登记结算业务实施细则等。

但是，在上述文件公布后，我国证券市场的信用交易却迟迟没有正式启动，其原因很可能是管理层担心在大牛市背景下，融资融券业务的开展可能加剧市场的波动。因此融资融券业务直到近几个月在股市持续低迷的背景下才重新明确地提上议事日程，这表明融资融券业务的推出被管理层看成是稳定市场的举措之一，而这一业务作为完善交易制度和提高定价效率的作用显然被放在了第二位，作为股指期货推出的配套措施之一的作用同样不会是推出融资融券业务的主要原因。

从目前情况，2009年融资融券业务启动的可能性较大，其可能的规模大致估算如下：

2008年上半年券商的净资本总额已达到了3 020亿元，2009年券商的净资本总额预计变化不会很大。在试点期间，用于开展融资融券业务的资金仅限于自有资金。由于只有部分券商会获得融资融券业务资格（按照证监会的规定能够开展融资融券业务的券商必须满足近6个月净资本12亿元的要求，实际

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上还有其他许多条件)后,再加上扣除券商的投行、经纪和自营等业务对资金的占用以后,预计短期内能进入市场的资金不会超过净资本总额的1/3,因此短期内融资融券业务规模将只有数百亿元,最大不会超过1 000亿元。其中融券业务的规模将比融资规模更小,这是因为首先融券业务的规模受限于券商融资融券业务的总规模;其次,由于券商的资金规模所限,目前券商自营所持有的证券品种和数量都相当有限,客户需要融券卖出的股票券商未必持有;最后由于没有对冲手段,即使券商持有客户所需股票,也只有在券商决定持有其股票的期限超过客户融券期限时才会愿意融出其股票。

在海外市场上,融券业务的规模大致占融资融券业务总规模20%左右,由于上述理由,我国的融券业务的规模在启动初期占融资融券业务总规模的比例应该会更低。

海通证券董事会试点期间对公司总的融资融券业务规模限定为不超过40亿元人民币。这一规模只占公司2007年末净资本的11.59%,如果按15%的水平作为未来其他券商从事融资融券业务的规模的平均上限,那么融资融券业务的总规模将在450亿元以下,其中融券业务的规模应该在100亿元以下。

可见,融资融券业务在推出初期对市场走势的直接影响非常有限,更大的影响是在心理层面。由于试点期间规模有限,所以不能使用海外市场信用交易占总交易的比例来估算这一业务在我国A股市场的影响,对券商盈利的影响同样如此。按融资融券业务总规模1 000亿元和3%利差(为券商额外提供3%的增量收益)计算,可为券商提供30亿元的利差收益,按600%的换手率和0.15%的佣金比率计算,可为券商提供9亿元的额外佣金收益;如果融资融券业务总规模为450亿元,那么在上述假设下,利差收益为13.5亿元,额外佣金收益为4.05亿元。因此这一业务的开展短期内对券商盈利的影响也非常有限。

融资融券业务的推出可以提高市场的定价效率,对日后股指期货推出的定价效率也有重要作用。主要原因是套利交易和套期保值在市场大幅波动时往往需要短期融资,没有融资业务将对投资者的资金管理提出更高的要求,从而减少套利的收益并增大其风险;当期指贴水过大时,融券业务的开展显然能够减少贴水的幅度。

权证市场:泡沫泛滥,亟待扩容

一、虚火过旺的我国权证市场

上海和深圳的权证市场2008年以来挂牌权证的数量最高为20只,最少为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

13只,10月底挂牌数量为20只,而10月底德国和中国香港权证市场的挂牌数量分别为36.8万只和4520只,但沪深交易所的权证交易金额远远超过了中国香港和德国,1至10月沪深交易所的权证交易金额是德国的2.5倍,是香港的1.5倍,继2007年之后,2008年总成交金额蝉联全球第一已成定局(见表1)。

表1 世界部分市场挂牌权证数量与成交金额(2008.1～2008.10) 单位:亿美元

交易所	德国	中国香港	EURONEXT	瑞士	韩国	上海+深圳
10月底挂牌数量(只)	368 239	4 520	16 366	26 110	3 060	20
交易金额	3 163.32	5 170.47	436.95	504.42	728.70	7 971.43

资料来源:WFE,中信建投证券研发部

权证市场挂牌数量的过少造成了权证定价的极度扭曲,权证创设在南航JTP1到期后的消失使权证的泡沫进一步泛滥,平均溢价率从2008年8月下旬以来已连续数月在100%以上,最高时达到170%以上,个别权证甚至出现过溢价率超过500%的情况。

权证市场的种种非理性现象说明了这一市场的投机性气氛很浓,其根本原因在于目前权证的上市数量过少,没有满足权证市场的巨大需求。2008年上半年在权证创设消失后,认购权证的泡沫随之迅速扩大,在权证泡沫越来越大的背景下,近期权证的上市速度反而明显减缓,从而使这一市场在很大程度上仅仅成了投机者搏傻的工具,失去了投资和风险对冲的功能。

二、权证的发行与交易

权证市场的现状迫切需要这一市场的扩容。2007年以后,随着股权分置改革的基本结束,作为股改对价而派生的新权证已经非常稀少,同时2007年以前上市的许多股改权证在存续期满后却相继摘牌,使挂牌交易的权证一度大幅下降,目前新权证的上市主要依靠分离交易可转债的发行,但依靠上市公司的再融资来发展权证市场其空间是非常有限的,而且无法发行认沽权证。

2005年以后,备兑权证的发行一度成为权证市场的热门话题,但是近两年以来市场对此的讨论反而减少,目前证监会和交易所尚没有出台有关备兑权证发行的规定。在目前全球金融动荡的背景下,预计备兑权证在2009年仍然不会启动。

因此,2009年新权证的发行仍将依靠分离交易可转债。截止到2008年11月24日,2008年新挂牌的权证数量为13只,2009年新挂牌数量则有望小幅增长,预计2009年末权证挂牌数量有望达到25只左右。

交易量上,截止到2008年11月21日,全年权证的成交金额已达到6.33

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

万亿元，比 2007 年仍有 10%左右的下降。而 2009 年权证成交金额预计将仍保持在 7 万～8 万亿元的水平，平均日交易金额在 290 亿～330 亿元附近，换手率则有所降低，挂牌权证数量的增加将基本弥补认沽权证和权证创设消失带来的交易量损失。

股指期货:是否还是无尽的等待

一、股指期货的推出是市场的客观需求

目前我国股市的规模已相当庞大，截止到 2008 年 11 月 20 日，我国 A 股上市公司数量达到了 1 581 家，A 股股票总市值达到 12.86 万亿元，A 股的流通市值则为 4.42 万亿元。截止到 10 月底，沪深股票市场的总市值仅位列美国、日本、EURONEXT 和英国之后，成为世界第五大股票市场；而交易量上，2008 年 1～10 月份，我国 A 股市场(包括基金)是位列美国、英国、日本、EURONEXT 和德国之后的第六大市场。

股票市场的总体规模使规避风险的要求已相当强烈，而且社保基金、保险基金等对风险控制要求非常严格的资金的大量入市无疑呼唤着金融衍生品的尽快推出。由于缺乏对冲工具，在我国股市过去一年的暴跌中，机构投资者规避风险的唯一途径就是大量减持所持股票，这种减持进一步打击了市场人气，使市场下跌的过程缺少缓冲。因此事实上，金融市场的风险是客观存在的，在没有金融期货市场可以对冲的情况下，市场的风险只是以另外的形式存在罢了。因此长期缺乏对冲工具，对现货市场的长远建设将会产生负面影响，从这一点来看，股指期货的推出又具有相当的紧迫性。

目前除中国内地外，全球主要国家和地区的金融市场上均有股指期货交易，这些市场推出股指期货的时候其股票市场规模大多比我国目前的市场规模要小得多，如中国香港 1986 年 5 月推出股指期货时其总市值约为 2.8 万亿港元，而金融衍生品市场发展较为成熟的新加坡，其股市规模直到 2008 年 10 月底还只有 2 580 亿美元，远小于 10 月底深圳股市 3 433 亿美元的规模。

二、股指期货在制度和技术上的准备已基本完成

2007 年 3 月国务院通过了《期货交易管理条例》之后，中国证监会先后公布了关于期货交易所、期货公司和期货业从业人员资格等的各类管理办法和各类业务试行办法以及技术管理规范等文件，中国金融期货交易所则在上述文件的指引下，也出台了包括交易所交易规则、交易细则、交易所风险控制管理办法和结算细则等文件，这样规范期货交易行为，维护期货市场正常秩序的法律法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

规体系已经基本成型。

目前已有许多公司取得了中国证监会批准的金融期货经纪和结算业务资格，也获得了中金所的各类会员资格，已经运行了两年多的仿真交易和遍布全国的投资者教育也为股指期货的正式推出积累了丰富经验，具有较高风险管理水平与多样化交易需求的机构投资者的力量正在不断加强，因此，中国股指期货在制度上和技术上的准备已基本完成，推出股指期货产品的时机正日趋成熟。但是在目前全球金融危机肆虐的背景下，经过了市场漫长的等待和准备之后的股指期货的推出恐怕还将延后。

三、股指期货：雷声不断下的关注点

股指期货推出的延后并不意味着市场对此完全沉默，有关股指期货的消息和讨论仍然会经常见诸媒体，而管理层有关正在积极准备或稳步推进之类的讲话也会不时在一些公开场合出现。这些消息对市场的走势依然会产生一定的影响。

有关股指期货推出的消息对券商和期货公司股要以及期货合约标的物的沪深 300 指数的成分股的影响最为直接，而其中的权重股和权重行业更成为市场关注的焦点。截止到 2008 年 11 月 21 日，按照沪深 300 指数的行业分类，最引人注目的是金融地产行业，占 35.99%的权重，其中又以银行股权重最大，14 只股票占了 19.09%。

表 2　沪深 300 与 SP500 指数行业权重比较(单位：%)

行业	HS300(2008/9/26)	SP 500(2008/9/30)	权重差(SP500-HS300)
金融地产	35.53	15.85	—19.68
原材料	14.57	3.37	—11.2
工业	15.92	11.08	—4.84
能源	11.25	13.36	2.11
可选消费	7.64	8.48	0.84
公用事业	5.51	3.56	—1.95
主要消费	5.04	12.2	7.16
电信业务	2.27	3.05	0.78
信息技术	1.18	15.96	14.78
医药卫生	1.09	13.09	12

资料来源：中证指数，STANDARD&POOR'S，中信建投证券研发部

尽管如此，但是从行业权重的中美对比来看，毫无疑问，我国的金融地产占

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

据了过多的市场资源，而原材料、信息技术和医药卫生权重的巨大差异反映了中美两国经济发展阶段的不同。应该指出，中美两国国民经济门类均非常齐全，指数编制具有很强的可比性，沪深300指数和SP500(标准普尔500)的行业划分基本相同，美国的金融危机虽然使其金融股的权重略有下降，但是沪深300指数和SP500权重的差异与一年多前相比变化不大。因此权重的巨大差异在相当程度上反映了今后我国行业发展未来的趋势，也可以给机构投资者未来的资产配置方向提供战略性参考。从这一角度出发，从长远看，金融地产在机构投资资产中的配置将呈下降趋势，而以新技术为代表的行业将呈上升势头。

股指期货的消息还将加快指数基金尤其是ETF规模的发展，并使其交易更趋活跃．因为指数基金与股指期货之间构成了较为直接的套利关系，在没有沪深300ETF的情况下，对上证50ETF和深证100ETF等这些与沪深300指数相关性很高的ETF以及跟踪沪深300指数的其他基金的发展将起到一定的推动作用。2008年10月底美国跟踪S&P 500指数的SPDRs ETF的净资产已经达到781.2亿美元，充分说明了ETF发展的巨大潜力。

其他金融创新业务

一、REITs：能起航吗

早在2007年10月上海证券交易所的高层领导就曾公开表态，REITs(房地产投资信托基金)有望2008年或稍晚些时候在上交所上市。近期，有关REITs上市的讨论再度活跃，据报道，2008年10月初，相关部门开始征求REITs方案的意见稿，并已经在央行、证监会及住房和城乡建设部等各大部委会签完毕，最近REITs的方案经过几大部委的会签后送呈国务院并已取得批复，只待确立REITs实施细则便可正式出台。

REITs如果能在2009年推出，那么将对目前持续低迷的房地产市场尤其是商业地产带来一丝暖流，可以在一定程度上被看作是稳定房地产市场的一项举措，同时它对股票市场的房地产板块的冲击较为有限，因而REITs在2009年下半年推出是可以期待的。

(1)REITs：市场规模

REITs在海外已是一项成熟的投资工具，由于其稳定的高派息率受到投资者的青睐。2008年6月30日，全球房地产投资信托基金的总市值为6040亿美元，由于受到全球金融危机的影响，这一数据比2007年同期下降了21%，而之后的几个月出现了更大的下降，截止2008年11月18日，在挂牌数量普遍与2007年差别不大的情况下，美国和日本的REITs总市值均比2007年同期下跌

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了50%以上，而英国也下跌了45%。目前全球的房地产投资信托基金的总市值已不到4 000亿美元。

表3 世界部分市场挂牌REITs数量与市值(2008.11.18)

国家/地区	美国/亿美元	日本/亿日元	英国/亿英镑	中国香港/亿港币	韩国/亿韩元
挂牌数量(只)	184	41	20	7	4
交易金额	1 643.33	22 630.58	149.44	454.43	2 336.63

资料来源：bloomberg，中信建投证券研发部

我国一些信托公司和资产管理公司在2005年以前就开始尝试REITs产品，但由于国内相关的法律法规没有明确，到目前为止，国内的REITs尚未形成规模发展。因此如果REITs在2009年上市，那么短期内由于房地产和资本市场均较低迷，市场的容量可能较为有限，但由于我国房地产市场的长期发展空间很大，因此有望在数年内形成数千亿元的规模。

(2)REITs面临的法律障碍

REITs的推出目前遇到的最大障碍来自法律层面。如果采用海外成熟的房地产投资信托基金管理公司形式来发行REITs，将面临同《证券投资基金法》中规定的基金财产投资标的条款相抵触的问题。这样就涉及到修订《证券投资基金法》中的相关条款的问题；如果通过信托机构发行REITs信托单位，本身从运作上面临的法律障碍较少，但目前无法公开上市，而且《信托法》规定的单项信托计划发行不能超过200份的限制；如果采用股份有限公司的形式来设立和发行REITs，实际运作不仅会和《公司法》、《证券法》的相关条款产生冲突，而且同境外市场上成熟的上市型REITs的组织形式和运作模式有很大差异，难以形成有效的操作模式，而且离公开上市有很大的距离。

二、可交换公司债券：市场容量有限

按照证监会发布的《上市公司股东发行可交换公司债券的规定(征求意见稿)》的规定，满足股东发行可交换公司债券的条件的上市公司最近一期末的净资产不低于人民币15亿元，或者最近三个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于6%，这样，在沪深两市符合发行可交换债券的上市公司超过1 000家。但是由于对发行债券的股东本身和债券发行规模等还有较高的要求，因此实际上能够发行可交换债券的上市公司将远远小于1 000家。

与普通可转债相比，可交换债与其最大的差别是发行人和对上市公司股本及经营的影响。由于可交换债的发行人是上市公司的股东，因此可交换债的发行不会改变上市公司的财务状况，转股成功后也不会摊薄公司的每股盈利。可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交换债发行者主要目的是融资或锁定减持价格，其交换价一般定的会比较高，回售保护期比较长，其票面利息将会高于可转债和分离债的利息，债性将更强，而期权的特性将比较弱。

尽管如此，与可交换债最具可比性的还是普通可转债。考虑到2008年前11月，普通可转债仅发行5只，发行规模约为77.2亿元，成交也不是很活跃，因此可交换债券短期内的市场容量不会很大。预计2009年最多在200亿～300亿元的发行量。

金融创新路在何方

金融衍生品市场发展的目标必须是在能够控制系统性风险的前提下保证市场规避风险的功能的正常实现。金融危机将迫使全球重新审视金融衍生品的发展模式和监管模式，我们认为，全球金融创新将呈现以下趋势，这些方向同时也是我国金融创新的发展之路。

一、全面监管是衍生品市场健康发展的生命线

国际上金融衍生品市场是在20世纪70～80年代才开始起来的，许多金融创新甚至是在90年代以后才发展起来的，因此西方的金融衍生品市场还远远谈不上成熟。产生这次金融危机的一个很大的原因就是监管缺失，美国次贷危机和我国的“毒牛奶事件”在本质上是一样的，都是在监管缺失的情况下发生的。

美国场内交易的金融衍生品市场的监管机制向来是全球学习的典范。但是，对于场外交易的金融产品在监管上几乎是空白。实践证明，完全依靠金融机构的自律违背了资本逐利的本性，在此基础上的金融创新蕴含着极大的风险，许多金融创新往往会成为金融大鳄掠夺投资者的工具。

金融衍生品一方面具有高杠杆，这一特点意味着风险的放大；同时任何未来具有一定现金流的标的均可以通过金融工程的手段变成即期可以交易的产品，这一特点使金融机构操纵利润、掩盖巨额亏损更加容易，这样在监管缺失的情况下，金融机构的问题往往越积越多，当问题如癌细胞一样全面扩散后，系统性的金融危机就如排山倒海般到来。

市场监管的重点与关键——防止系统化风险的出现，对场外交易的全面监管并加强国际间的合作是未来市场监管的必然选择。

二、场内交易衍生产品依然有很好的发展空间

值得注意的是，无论是1987年的股灾还是当前在全球金融海啸冲击、股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场与大宗商品激烈动荡的背景下，全球主要的期货交易所均经受住了考验，没有出现大的问题。这也说明了只要监管到位，并建立良好的交易与结算制度，衍生品市场的风险是可控的。

美国次贷危机不应成为阻碍中国开展金融创新的理由，中国资本市场创新不可因噎废食。规避风险的需求在经济发展到一定阶段后变得越来越迫切，从一般的避险要求看，标准的基础性的衍生品已经足够，因此大力发展在交易所内挂牌的衍生品是未来的必然选择。

三、重视衍生品的避险功能，弱化其投资功能

金融衍生品最重要的功能是为市场提供规避风险的工具。但是在金融衍生品蓬勃发展之后，金融衍生品的避险功能往往被忽视，而其投资性功能往往被夸大，当金融产品（如许多复杂的结构性产品）过度发展之后，投资性功能很容易被异化成投机性很强的工具，从而成为破坏市场的力量。

四、金融产品的设计不宜过于复杂

金融产品具有天然的可复制性，在市场竞争的压力下，卖方机构总希望能够标新立异，以追求更大的收益，这样越来越复杂的金融产品就产生了。一些多资产标的并包含了一个或多个复杂期权（如第二或第三代奇异期权）的结构性产品的定价即使对于专业人士，其定价也颇费周折，对于产品的投资者和市场的监管方很可能无法为其定价。其结果很可能成为金融大鳄愚弄投资者的工具。

五、金融产品的投资链条不宜过长

从理论上来说，衍生产品具有无限衍生的能力，即可以设计出足够的产品使投资链条无限延长，这样中间一个链条的断裂就可能使整个链条崩溃，尤其是源头环节的问题可以迅速传递到整个系统。换言之，当个别投资者出现支付危机或衍生品的原始标的物的价格发生剧烈波动时，很容易产生骨牌效应，导致整个系统的危机。

六、限制跨境交易和高杠杆对冲基金的发展

跨境衍生品交易最大的问题是监管非常难，同时还涉及对汇率的冲击，在许多对场外交易有监管的国家或地区（如我国台湾）也往往对跨境交易无法有效监管，在很多时候只能对跨国金融集团网开一面，这样不仅无法有效控制跨境衍生品交易的风险，而且对本土金融企业造成了不公平的竞争环境。因此即使允许

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跨境衍生品交易，也应强制跨国金融集团在监管机构提供原始委托人的情况，不应允许跨国金融集团以保护隐私权为名而拒绝提供客户资料。

从金融衍生品市场实现避险功能的角度来看，对冲基金尽管有增强市场流通性的积极意义，但绝不是不可缺少的。对冲基金由于其通常采用高杠杆，天生具有高度的投机性，因此对市场的冲击很大，往往造成不必要的波动。在完全市场化条件下，当标的资产的价格因基本面的影响而有较大变动时，对冲基金的活动可能使价格出现更加剧烈的动荡；而在价格管制的情形下，由于对对冲基金的监管难度较大，对冲基金的存在很容易成为权力阶层的牟利工具，从而滋生腐败，并导致价格管制成本剧增甚至使价格管制失效。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债券:趋势未变,行情分化

宏观经济

2009年,国内货币供给秩序将实现正常化,流动性过剩状态终结,同时也不会出现货币增速持续偏低直至出现通缩的问题。我们测算得到2009年基础货币合理投放量的中值约在15 000亿元。

推动本轮通胀上行的三大推动力量在2009年均放缓,测算显示2009年区分管制能源价格的上调与否,CPI年度涨幅在1.6%～2%。

货币政策

2009年准备金率将首先调至13%～14%的水平,后续可能视情况调至11%～12%。整体而言,2009年准备金率可能仍将位于历史高位。

通胀压力的大幅消减为降息提供了空间。但未来通胀水平回升的可能性、人民币汇率稳定的内在要求制约了存贷款利率过度下降的可能性。预计2009年基准存贷款利率可能下调54～81BP。

债券市场

2009年,原本惠及各类品种的多头行情将趋于两极分化的走势。一方面,避险需求支持国债、央票等利率产品的收益率继续低位运行;另一方面,信用债的价格更趋波动,收益率可能阶段性上升。

2009年央票的大幅减量支持短期收益率继续下降并低位运行,收益率曲线短端承压;长期国债供给显著增加的预期将对收益率曲线的长端形成一定支撑,2009年收益率曲线可能将保持一定的陡峭度。

2009年各类信用产品将继续大扩容。在信用风险上升的背景下,信用利差趋于增宽,信用产品的收益率将更具吸引力,其相对投资价值更突出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

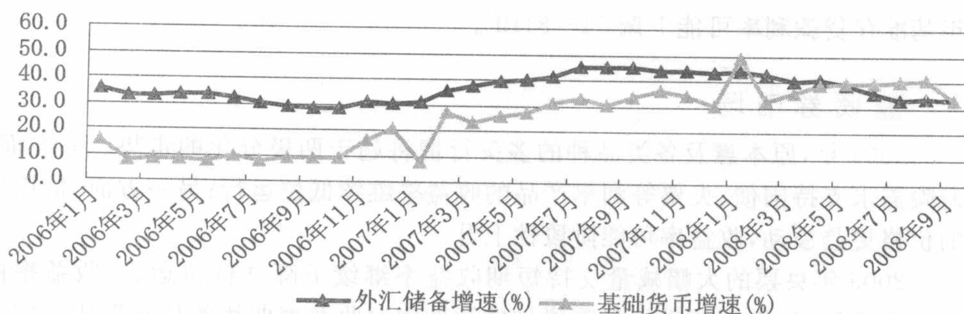
宏观经济

一、基础货币投放自主化和货币供给正常化

1. 基础货币投放自主化

2000 年以来，外汇占款逐步成为基础货币投放的主渠道，2003 年以来更占居绝对主导地位。公开市场操作主要发挥对冲外汇占款等渠道投放的超额基础货币的作用。

但是，这一格局在 2009 年有望发生根本性变化。2008 年，经常项目强制结售汇制度取消，企业和居民可以自主决定结汇与否，这是藏汇于民政策的重大举措，更直接切断了国际收支双顺差与央行外汇储备增量之间的对应关系。同时，经过 2006～2008 年的单边升值之后，2009 年人民币难以再现强劲升值的势头，将更多地呈现双向波动走势，一定时期还可能温和贬值。在这种汇率环境下，企业和居民将更倾向于延迟结汇，外汇市场中外汇需求上升，最终需要央行买入的外汇数量减少，预计全年外汇储备增量与 2008 年相比将明显下降，从而公开市场操作需要补足外汇增量下降所引起的基础货币投放缺口，形成外汇占款与公开市场投放并重的基础货币投放格局。



数据来源：中国人民银行

图 1　2008 年前 3 季度基础货币增速与外汇储备增速开始放缓

由于外汇储备的增量主要受国际经济金融形势的影响，其变动不受央行控制，因而外汇占款主导基础货币投放的格局增加了中国基础货币投放的被动性，降低了货币政策的自主性。而 2009 年公开市场操作在基础货币投放中地位的上升，意味着基础货币投放自主化程度的提高。

2. 货币供给正常化

2009 年，国内货币供给秩序将实现正常化，这一判断的含义是指：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一，人民币单边升值所带来的无风险收益消失，着眼于这一无风险收益的逐利外汇的大规模流入终结，其与强制结售汇制度相结合所引发的流动性过剩状态同步终结。

第二，2009年大量央票到期，使公开市场操作可以补充外汇占款下降留下的流动性投放缺口，保障基础货币的合理投放量。同时，尽管经济放缓，但在竞争和盈利压力下，资本充足率与坏账率均居于良好水平的银行将保持合理的信贷活跃度，从而保障银行体系的货币扩张能力。

总之，2009年是货币供给秩序正常化的一年，流动性过剩状态终结，同时也不会出现货币增速持续偏低直至出现通缩的问题。

根据前述分析，我们给出2009年基础货币合理投放量的具体测算。2009年货币政策已定调为"适度宽松"，央行确定的M2增速目标值在17%左右。在M2增速确定之后，基础货币投放量和货币乘数之间就存在一定的替代关系，相对低的货币乘数对应较高的基础货币投放量，反之亦然。我们预计央行可能期望将货币乘数回升至4～4.1的水平，准备金率可能需下调至13%～14%的水平。在M2增速17%左右，货币乘数4～4.1的前提条件下，我们测算得到2009年基础货币合理投放量约在15 000亿元。

而在经常项目强制结售汇取消以后，2009年外汇占款的投放规模难以预测，我们结合历史数据设定了两种情景。情景一为人民币汇率基本稳定，年度均值为6.82，年度外汇增量约1 200亿美元；情景二为人民币温和贬值，年度汇率均值为7，年度外汇储备增量400亿美元。在上述两种情景下，公开市场操作分别需投放基础货币7 000亿～12 000亿元。

2009年到期央票约22 000亿元，超出了公开市场需要投放的数量，超额部分仍需回笼，回笼量为10 000亿～15 000亿元。假定正回购与3M央票可以担当6 000亿元左右的回笼任务，则2009年1Y央票发行量可能在4 000亿～9 000亿元，约为2008年1Y央票发行量的20%～40%。

二、物价走势：通胀压力大幅消减，物价涨幅低位运行

推动本轮通胀上行的三大推动力量2009年均放缓：

首先，外部通胀输入压力大幅消减。2008年次贷危机恶化引发美欧发达经济体银行严重的惜贷倾向，借助信贷的非正常收紧，次贷危机对实体经济的损害日益严重。需求的迅速放缓、投资人信心的缺失以及恐慌情绪下的抛售，导致大宗商品价格暴跌，成本端的通胀压力迅速消减。2009年预计在恐慌情绪退去后，国际市场大宗商品价格将有所恢复，但仍将保持在相对较低的水平，从而使中国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的外部通胀输入压力大幅消减。这是2009年通胀压力骤减的最重要因素。

其次，货币增速稳中回落，总需求增长放缓。随着紧缩货币政策效应的显现，2008年下半年以来货币增速稳步回落。受国内经济周期波动与国际经济形势的叠加影响，内外需双双放缓。货币增速的平稳，总需求的放缓有助于国内通胀压力的进一步下降。

再次，资源品价格重估的程度平缓。2009年通胀回落为理顺资源品价格提供了良好的时间窗口，但是通胀的大幅回落和经济增长的放缓又在形式上降低了调整资源价格的紧迫性，出于减轻企业负担保增长的考虑，预计2009年资源品价格调整的幅度将比较温和，释放的通胀压力相应较低。

综上，通胀推动力量的消减意味着2009年新涨价因素温和。我们的测算显示，2009年如果管制能源价格不做任何上调，CPI年度涨幅可能为1.6%，如果水电等能源适度调价，CPI年度涨幅可能在2%左右。

货币政策

一、准备金率的调整

在M2增速目标确定之后，准备金率的调整将取决于基础货币的投放水平以及银行信贷的活跃程度。我们的测算显示，在年度基础货币投放量15 000亿元以及银行保持正常的信贷活跃度的条件下，准备金率下调至13%～14%的水平，将可能使货币乘数回升至4以上，并推动M2增速至17%左右。因此，预计2009年准备金率将首先调至13%～14%的水平。其后可能稳定一段时期。如果受制于外汇占款下降较多等因素，基础货币的投放量低于预期的水平，或是银行信贷的活跃度较低，准备金率也可能下调至11%～12%。但整体而言，2009年准备金率可能仍将位于历史相对高位。

二、利率政策

2009年通胀压力大幅消减，根据我们的测算，年度CPI涨幅可能在1.6%～2%，通胀水平的显著回落意味着实际存贷款利率恢复为正，并且水平相对较高，为降息留下了空间。

但是，下述因素也制约了存贷款利率大幅下降的可能性：

一是未来通胀水平的回升。我们预测，2009年的低通胀水平不具有持续性，未来伴随外部通胀压力的反弹，国内通胀仍有温和回升的可能，事实上央行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也坚持这一判断。基于对未来通胀反复的警惕性，央行将不会过度下调存贷款基准利率。

二是人民币汇率的稳定。2008年下半年以来，人民币汇率事实上已经结束单边升值走势。2009年，在经济进一步放缓以及次贷危机后期新兴市场资本持续外流的背景中，存在资本外流和人民币温和贬值的倾向，在此背景下，如果短时间大幅度下调人民币存款利率，将进一步刺激资本的外流，加剧人民币贬值倾向。

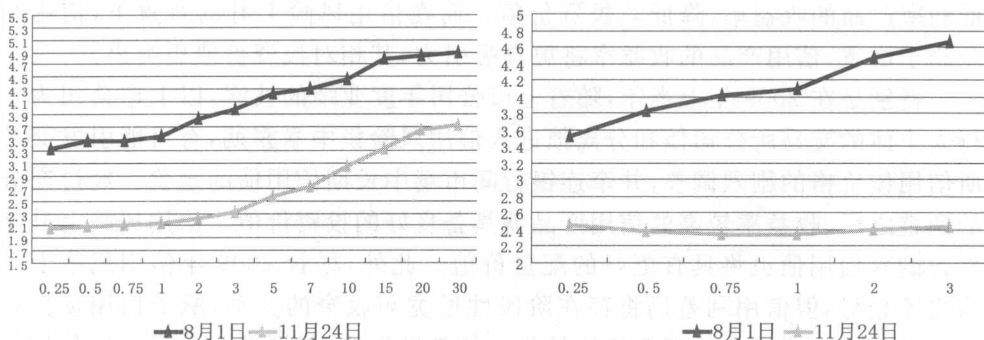
综上，我们预计2009年基准存贷款利率可能下调54～81BP。

债券市场展望

一、行情走向两极分化

经过2008年8～10月份高歌猛进的多头行情之后，国债、央票和政策性金融债等利率产品的收益率大幅下降，信用产品收益率也下降较多。但进入2009年，随着行情的深入，原本惠及各类品种的多头行情却将趋于两极分化的走势。

一方面，避险需求支持国债、央票等利率产品的收益率继续低位运行。2009年，伴随经济增速的进一步放缓和企业盈利水平的快速下降，信用风险将显著上升。此外，国际金融市场将持续震荡，国内股市也可能剧烈波动，权益投资风险高位徘徊。在这种背景下，避险需求将明显上升。规避权益投资风险与信用风险的资金将集中投资于国债和央票。尽管2009年国债发行量将有所扩大，但是央票的发行大幅减量，从而形成避险需求上升但避险品种供给下降的不平衡格局，供求缺口支持国债和央票利率运行在偏低的水平。



资料来源：中债网

图2 2008年多头行情中国债和央票收益率曲线下移较多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另一方面，信用债的价格更趋波动，收益率可能阶段性上升。随着信用风险的阶段性暴露，信用产品的价格调整可能更加剧烈，不同资质信用债的价格走势同样呈现两极分化的特征。高评级（评级为AAA或发行人为大型央企）信用债的整体表现将强于低评级信用债，前者由于实际信用风险较低而收益率呈现稳中有降的态势；后者由于投资人风险偏好的不同与定价的分歧而走势更加波动，信用利差可能将阶段性大幅增宽。

二、收益率曲线可能保持一定的陡峭度

2009年央票的大幅减量将对短期收益率的走势产生巨大影响。由于金融产品具有供给创造需求的特性，近年来1Y央票的巨量发行已创造出对短期品种的巨大需求，其减量发行预计将产生1万亿元左右的短债供给缺口，对市场机构的流动性管理和短期组合管理形成冲击。上述两种需求具有一定的刚性，市场机构将积极寻找可替代央票的短期品种，引致替代品（短期国债、政策性金融债和AAA级CP等）需求旺盛，支持短期收益率继续下降并低位运行，收益率曲线短端承压。

2009年，为执行保增长的财政政策，财政赤字预计将增加，相应的国债发行规模将进一步扩大。预计国债总发行规模有望突破万亿元，其中记账式国债7600亿元（增长约15%）。由于国债发行的大部分为中长期债，此外，长期限的建设国债也有可能发行，供给显著增加的预期将对收益率曲线的长端形成一定支撑。

三、关注信用产品的投资价值

2009年各类信用产品将继续大扩容。

前面的分析我们已经指出，2009年行情将走向两极分化。避险需求将压低利率产品的收益率，降低其投资价值。而在信用风险上升的背景下，信用利差趋于增宽，信用产品的收益率将更具吸引力，其相对投资价值更突出。

特别是在2009年上半年，随着上市公司年度业绩的披露，以上市公司为发行人主体的交易所公司债和分离债进入信用风险集中暴露期，有可能引发交易所信用债价格的剧烈调整，并牵连银行间市场中长期信用债的定价。经过充分的调整之后，收益率较高的信用产品就具备良好的投资价值。信用风险上升期发行的新信用债也将具有更好的配置价值。此外，尽管2009年信用风险上升为主流趋势，但信用利差仍将存在阶段性增宽与收窄的变动，赋予信用债良好的交易价值。建议关注现金流比较稳定的基础设施、能源类企业发行的信用债的波段机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可转债:修正预期下寻找投资机会

2008 年可转债市场回顾

2008 年仅有 5 家上市公司通过可转债市场融资,融资规模约为 77.2 亿元,可转债融资热度较 2007 年有所下降;转债市场存量由年初的 104 亿元增加至 143 亿元,月平均成交金额与 2007 年持平,中信转债指数表现出较强的抗跌性;在正股大幅下跌下,多达半数的可转债对转股价进行了大幅修正。

2009 年可转债市场展望

普通可转债和分离债遭遇冰火两重天。有多达 24 家上市公司通过分离债预案,计划募集资金超过 931 亿元,可转债方面仅安泰集团等 5 家上市公司通过可转债发行预案,拟募集约 36 亿元。预计 2009 年可转债及分离债的融资额分别在 120 亿和 1 000 亿左右,二者之间的分化日益扩大。

可交换债债性更强。在 1 602 家上市公司中,潜在可交换债券标的股票超过 1 000 只,潜在市场巨大。可交换债的债券价值较高但期权价值较低,债性将更强,对风险厌恶的投资者来说有一定的吸引力。

可转债二级市场:机遇大于风险。在股票市场走弱情况下,修正预期成为转债市场价格的有力支撑。目前多数转债价格接近或低于其回售价格,股性已相当弱,处于比较安全的投资边界;转股价经过较大幅度修正的可转债,未来触及提前赎回条款的可能性大大提高。2009 年投资策略是重点关注那些修正空间较大、正股基本面良好的转债。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008年转债市场回顾

一、可转债融资热度下降

自从2002年实施核准制以来，可转债融资逐年上升，2004年上市公司通过可转债融资额达到209亿元，经过2005年的短暂中断以及2006年可分离债推出的影响，可转债融资经历反复，但总体来说仍逐渐为上市公司所接受，成为市场中一种重要的融资手段。

2007年我国共发行10只可转债，总规模为106.48亿元，所募集的资金净额约99.62亿元，进入2008年以来，由于大盘持续调整，上市公司通过可转债融资的热情不高，仅有海马股份等5家上市公司通过可转债市场融资，发行规模约为77.2亿元，净募资75.82亿元，较2007年融资额有所下降。

二、弱市抗跌

2008年年初至今，股票市场出现深幅下调，沪深300指数从2008年1月2日的5 385点大幅下跌至11月24日的1 837点，下调幅度高达66%，上证指数、深成指的跌幅也与沪深300指数的跌幅相当。

14只转债正股(复权)同期平均下跌64.52%，跌幅基本与指数持平。海马股份、锡业股份的跌幅更超过80%；跌幅最小的是北大荒，下跌19.93%。

由于可转债市场价格包含了债券价值，在利率和债券市场到期收益率不断走低情况下，可转债债券部分价值得到加强，虽然正股也经历了巨大的跌幅，但中信转债指数下跌的幅度约为沪深300跌幅的一半，仅为35%，表现出较强的抗跌性。

三、存量增加，流动性下降

2008年以来转债市场存量稳步增加，由年初的104亿元增加至143亿元，而2007年转债市场存量最低时仅有48亿元。2008年可转债市场存量的月平均值是112亿元，远远高于2007年73亿元的月平均市场存量。

2008年月平均成交金额与2007年持平，均为34亿元，但考虑到转债市场大幅扩容，2008年转债市场的活跃程度要较2007年有所下降。而正股的成交量则呈下降趋势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四、转股价修正成为主题

随着柳工(000528)通过转股价修正方案，转债市场2008年以来下调转股价的可转债多达7只，占到转债总数的50%，其中海马和恒源转债在短短不到3个月内，两次向下修正转股价。在所有下调转股价的转债中，下调幅度最大的是要数海马转债，经过两次修正后，其转股价比下调前转股价下调幅度高达80%；单次修正幅度较大的是柳工和五洲转债，其首次修正的幅度均超过50%。

表1 2008年以来转股价下调情况

转债名称	存量(亿元)	下调前转股价	最新转股价	下调幅度(%)	下调次数
澄星转债	1.95	10.56	10.56	0.00	0
赤化转债	4.44	13.75	6.94	49.53	1
大荒转债	12.58	14.05	10.08	28.26	1
海马转债	8.20	18.28	3.6	80.31	2
恒源转债	4.00	50.88	15.75	69.04	2
金鹰转债	1.90	4.77	3.57	25.16	1
巨轮转债	1.56	7.45	7.45	0.00	0
柳工转债	8.00	26.42	11.58	56.17	1
南山转债	28.00	16.89	16.89	0.00	0
山鹰转债	4.49	7.31	7.31	0.00	0
唐钢转债	30.00	13.00	13.00	0.00	0
五洲转债	5.40	10.07	4.73	53.03	1
锡业转债	4.92	24.33	24.33	0.00	0
新钢转债	27.60	8.22	8.22	0.00	0

资料来源：聚源数据，中信建投证券研发部

2009年展望：机遇大于风险

一、普通可转债、分离债：冰火两重天

2008年年初以来，有高达24家上市公司通过发行分离债预案，计划募集资金超过931亿元，与之相比，通过预案计划可转债融资几乎可以忽略不计。目前为止，仅安泰集团、长电科技、厦工股份、山西三维、长春燃气等5家上市公司通过可转债发行预案，目前拟发行的可转债总规模约36亿元。

分离债认股权证和债券单独交易，更容易为投资者所接受，其票面利率远远也低于普通可转债的利率，大大降低融资成本，也不存在普通转债复杂的条

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

款设计，因而上市公司更愿意通过分离债来融资。

我们预计2009年可转债及分离债的融资额分别在120亿和1 000亿左右，二者之间的分化日益扩大。

二、可交换债：债性将更强

证监会2008年10月19日正式发布《上市公司股东发行可交换公司债券试行规定》，符合条件的上市公司股东即日起可以用无限售条件的股票质押进行融资，以缓解“大小非”股东资金困境，减少其抛售股票的动力。

可交换债发行者主要目的是融资或锁定减持价格，其换股价一般定的会比较高，回售保护期比较长，其票面利率将会高于可转债和分离债的利率，但不会高于相应评级企业债利率，其债券价值较高但期权价值较低，可交换债的债性将更强，对风险厌恶的投资者来说有一定的吸引力。

三、可转债二级市场：机遇大于风险

1. 修正预期成为转债市场价格的有力支撑

转股价下调已经成为转债市场的焦点，也是投资者判断转债是否具有投资价值的重要依据，如若没有转股价下调的预期，可转债的市场表现将更弱。南山、新钢和山鹰等转债，由于短期内转股价下调无望，这三只转债的市场价格均跌至其回售价格之下。而已进行转股价下调或在近期有转股价下调预期的转债，其市场价格均在回售价格之上。

在正股走弱的情况下，是否具有转股价下调是转债市场价格的有力支撑。

表2 当前转债市场回售、下调转股价统计

代码	名称	市价	股价	转股价	回售保护期	下调转股价可能性
110002	南山转债	86.64	5.41	16.89	3.474	保护期内修正无望
110003	新钢转债	93.43	4.36	8.22	2.816	
110567	山鹰转债	101.66	2.69	7.31	0.858	
125960	锡业转债	104.17	9.50	24.33	0.545	未来半年内有可能修正
128031	巨轮转债	106.31	3.76	7.45	0.197	
110227	赤化转债	110.89	6.31	6.94	0.948	已修正，转股价合理
110078	澄星转债	104.4	4.43	10.56	0.529	修正无望
125709	唐钢转债	101.18	4.55	13	0.126	停牌中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

代码	名称	市价	股价	转股价	回售保护期	下调转股价可能性
110598	大荒转债	114.02	10.50	10.08	0	已修正，转股价合理，仍有修正可能性
125572	海马转债	107.1	3.14	3.60	0	
110971	恒源转债	110.64	9.91	15.75	0	
110232	金鹰转债	108	2.82	3.57	0	
125528	柳工转债	107.05	10.36		0	
110368	五洲转债	104.64	3.99	4.73	0	

资料来源：聚源数据，中信建投证券研发部

2. 转股价下调，受限于每股净资产

就目前来看，澄星、大荒、柳工和锡业等转债的股票价格高出其每股净资产较多，最新市净率仍在2以上，这些转债正股跌破其每股净资产，可能性比较小。但南山、山鹰、新钢等转债正股市场价格已经跌破其每股净资产，这3只转债的回售保护期最短也在10个月以上，短期内不会修正转股价。五洲转债和唐钢转债正股价格在每股净资产附近，后者2008年8月底以来一直处于停牌状态，而前者则不是没有可能跌破其净资产，但转股价向下修正的空间十分有限。

表3 当前转债市场回售、修正触发价及修正限制

名称	最新市净率	转股价	提前回售触发价	修正触发价	正股每股净资产	下调转股价底线
澄星转债	2.284	10.56	7.39	9.5	2.56	不低于每股净资产和面值
赤化转债	1.4212	6.94	4.86	6.25	4.89	无
大荒转债	4.1519	10.08	9.83	11.94	2.65	不低于每股净资产和面值
海马转债	1.1174	3.60	2.52	3.24	2.87	无
恒源转债	1.6537	15.75	11.03	13.39	7.03	无
金鹰转债	0.8456	3.57	2.5	3.21	3.50	无
巨轮转债	1.4027	7.45	5.22	6.71	2.87	无
柳工转债	2.0981	—	—	—	5.69	不低于每股净资产和面值
南山转债	0.9253	16.89	11.82	14.36	6.34	不低于每股净资产和面值
山鹰转债	0.9063	7.31	5.12	6.58	3.12	不低于每股净资产和面值
唐钢转债	1.4842	13	9.1	11.05	3.41	不低于每股净资产和面值
五洲转债	1.2304	4.73	3.31	4.02	3.31	不低于每股净资产和面值
锡业转债	2.6439	24.33	17.03	20.68	4.47	不低于每股净资产和面值
新钢转债	0.8709	8.22	5.75	7.4	5.77	不低于每股净资产和面值

资料来源：聚源数据，中信建投证券研发部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 下调转股价，转债价值提升有限

我们假设可转债向下修正转股价受限于其正股的每股净资产，取转债对应正股最近5年的波动率作为历史波动率的参考值，计算转债期权价值。

向下修正转股价通常都能提升转债的价值，如果没有每股净资产的限制，股价越低，转股价向下修正的概率及空间就越大，附加转股权也就越大，但如果考虑净资产的限制，则转债的附加转股权显著降低，最明显的是金鹰转债，其股价已经跌破净资产，转股价也与净资产相差不大，在每股净资产限制下，该转债的附加转股权几可以忽略。赤化、海马、金鹰、五洲和新钢等转债的向下修正条款对转债价值的提升已经非常有限，而澄星转债则由于之前的向下修正方案被一致否决，未来修正的可能性不大，南山、新钢转债由于未来很长一段时间内处于回售保护期内，市场并不认可其附加转股权。恒源、巨轮、山鹰、锡业等转债的附加转股权较大，山鹰、锡业和巨轮转债将在未来10个月、6个月以及2个月后进入回售期，届时修正的可能性较大。

表4 转债期权价值(单位:元)

名称	转债市价	正股价格	正股波动率	纯债价值	转股权	强制转股权	附加转股权	溢价
澄星转债	104.4	4.43	0.59	96.84	8.65	—1.64	—	0.55[1]
赤化转债	110.89	6.31	0.5	95.99	28.09	—7.66	4.54	—10.07
大荒转债	114.02	10.5	0.58	91.01	45.37	—11.92	7.42	—17.86
海马转债	107.1	3.14	0.58	93.96	29.65	—9.08	2.30	—13.1
恒源转债	110.64	9.91	0.58	97.78	17.66	—5.12	10.68	—10.36
金鹰转债	108	2.82	0.54	98.42	15.45	—2.13	0.09	—3.83
巨轮转债	106.31	3.76	0.58	97.80	10.73	—2.76	13.92	—13.38
山鹰转债	101.66	2.69	0.5	92.73	4.51	—0.78	14.00	—8.8
唐钢转债	—	—	—	—	—	—	—	—
五洲转债	104.64	3.99	0.52	91.49	27.05	—9.07	3.76	—8.59
锡业转债	104.17	9.5	0.65	95.13	9.28	—2.52	20.26	—17.98
柳工转债	107.05	10.36	0.57	91.42	11.53	—4.09	17.44	—9.25
南山转债	86.64	5.41	0.58	88.46	6.06	—1.50	—	—6.38[1]
新钢转债	93.43	4.36	0.59	89.80	14.42	—4.34	—	—6.45[1]

注1:澄星转债修正可能性很小、南山和新钢在未来两到三年内不会发生修正，因此，理论价中不考虑修正带来的附加转股权

资料来源:聚源数据，中信建投证券研发部，根据2008年11月12日数据计算 溢价=市场价—理论价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 二级市场投资:修正预期中寻找投资机会

相对于股票市场,当前各转债具有较强的债性,股性已相当弱,持有到期收益率处于较高水平,继续下跌空间有限,处于比较安全的投资边界。由于未来降息预期较大,到期收益率有望进一步降低,转债的纯债价值将会得到提升。

从目前已经修正的可转债来看,其转股价格已经较发行时有较大幅度下降,海马、金鹰、五洲、大荒、赤化等转债,这些转债的转股价与正股市场价格比较接近,未来一旦正股价格出现较大幅度的反弹,这些转股价经过较大幅度修正的可转债,未来有可能触及提前赎回条款而被迫转股,就目前而言,大荒转债提前赎回发生的概率最大。

因此,2009 年可转债市场投资主题是在修正预期中寻找投资机会,重点关注那些修正空间较大、正股基本面良好的转债,如大荒、赤化、恒源、柳工、海马等转债,而长期投资者则可重点关注估值较低、债性较强、基本面良好、信用等级较高的转债如南山和新钢转债等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金:内修外为,选股重于选时

——2009年基金市场展望

2008年基金回顾

2007年牛市盛宴犹在眼前,但2008年市场带给基金的或许只能是苦涩和无奈。从2008年年初到11月底,主要配置股票的偏股型基金平均净值跌幅超过50%,当然,2008年在基金市场中也不乏亮点,截止到11月底,我们的债券型基金指数涨幅超过4%。股市与债市的冰火两重天也造就了2008年以来基金市场最为突出的一个特点,即不管是业绩表现,资产配置还是新基金的发行,都表现出了较强的股弱债强。

2009年基金展望

基金选股重于选时,债基表现依然要好于股基对于偏股型基金来说,2009年在基金的操作上,选股更重于选时。另外,由于宽松货币政策的继续以及投资者对于保值增值工具的需要,债券基金依然会是2009年基金市场上的亮点。

总体规模维持动态均衡,我们认为基金总体规模在2009年会保持动态平衡,波动区间维持在1.5万亿～2万亿之间。做出这样的判断一是基于目前占据主体的偏股型基金的申购赎回趋于平衡,二是像2008年这样的新基金发行频率还会继续,三是2009年还会有两到三家新基金公司相继成立。

(1)弱市中基金公司马太效应开始显现

相关数据显示华夏、博时、嘉实、南方和易方达这五家规模最大基金公司的总体规模占基金总规模的比重与市场走势存在反向关系。如果市场依然难以好转的话,投资者对于大基金公司的认可度会提高,因此2009年基金公司有可能会进一步出现分化。

(2)监管加强,创新加快

2009年我国监管机构对于包括基金在内的资本市场会加强监管。另外在监管方面还需要注意的一点便是《证券投资基金法》有可能存在的修订。而其突破点可能在于基金经理的注册制以及公司型基金的放行等方面。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008年基金市场回顾

一、水落船低，整体受累于股市的大幅回落

2007年牛市盛宴犹在眼前，但2008年市场带给基金的或许只能是苦涩和无奈。由于基础股市在2008年走出了单边下跌行情，以偏股型基金为主体的中国基金业难逃此劫。从图1和图2中可以看出，从2008年年初到11月底，主要配置股票的偏股型基金平均净值跌幅超过50%。当然，2008年在基金市场中也不乏亮点，债券型基金的优异表现特别是8月份开始的一波大幅上扬多少让部分投资者感到些许宽慰。截止到11月底，我们的债券型基金指数涨幅超过4%。股市与债市的冰火两重天也造就了2008年以来基金市场最为突出的一个特点，即不管是业绩表现，资产配置还是新基金的发行，都表现出了较强的股弱债强。



资料来源：WIND资讯，中信建投证券研发部

图1 大类基金指数2008年表现



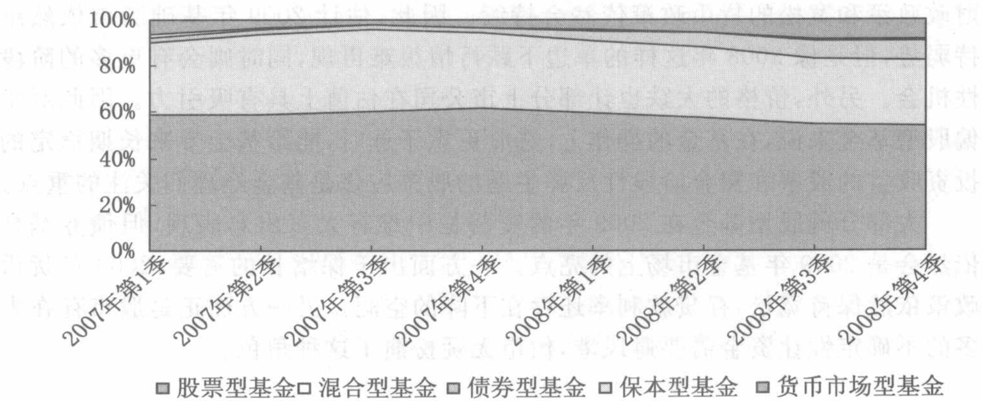
资料来源：WIND资讯，中信建投证券研发部

图2 不同偏股型基金指数2008年表现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、债基进，股基退，结构开始优化

2007年牛市中，基金公司利益的驱使以及投资者还不太成熟的投资理念为偏股型基金的急遽膨胀奠定了基础，推进基金产品的结构优化在当时几乎难以想象。但2008年基础股市系统风险持续释放，债券市场则成为投资者的避风港。因此债券基金的价值也开始被投资者和基金公司所重新认识。一方面投资者开始缩小了对偏票基金的配置而强化了对债券型基金的配置。从图3中可以看出，进入2008年以来，债基净资产在基金中的比例不断提升。另一方面，也让2008年受困于偏股型基金表现的基金公司设计并发行债券型基金的热情开始释放。截止到2008年11月底，2008年共新发基金94只，高于2007年全年水平62.1%，但受累市场的大幅下挫，平均募集规模仅2007年的17.9%。不过债券型基金却是2008年新基金发行市场的亮点。共发行债券基金33只，是2007年的11倍，募集的资金达到了1011.82亿元，是2007年的8倍。



资料来源：WIND资讯，中信建投证券研发部

图3 2007年以来各基金占比变化

表1 2007年和2008年(截至11月底)新基金发行比较

		总数	发行份额(亿份)	平均发行份额(亿份)
新成立基金	2007	58	5 815.114	100.261
	2008	94	1 687.24	17.95
股票型	2007	39	4 054.203	103.954
	2008	40	521.65	13.04
混合型	2007	15	1 583.239	105.549
	2008	19	99.79	5.25

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

		总数	发行份额(亿份)	平均发行份额(亿份)
债券型	2007	3	127.779	42.593
	2008	33	1 011.82	30.66
保本型	2007	1	49.893	49.893
	2008	2	53.98	26.99

资料来源：WIND资讯，中信建投证券研发部

2009年基金市场展望

一、基金选股重于选时，债基表现依然要好于股基

尽管2009年我们依然认为国内外经济难有起色，经济形势面临诸多不确定性因素，2009年市场上大小非解禁依然存在较大压力，不过我们预计积极的财政政策和宽松的货币政策依然会持续。因此，估计2009年基础股市依然维持弱势，但是像2008年这样的单边下跌行情很难再现，同时则会有更多的阶段性机会。另外，价格的大跌也让部分上市公司在估值上具有吸引力。因此对于偏股型基金来说，在基金的操作上，选股更重于选时，能给基金带来长期稳定的投资收益的股票和契合阶段性反弹主题的股票应该是基金经理们关注的重点。

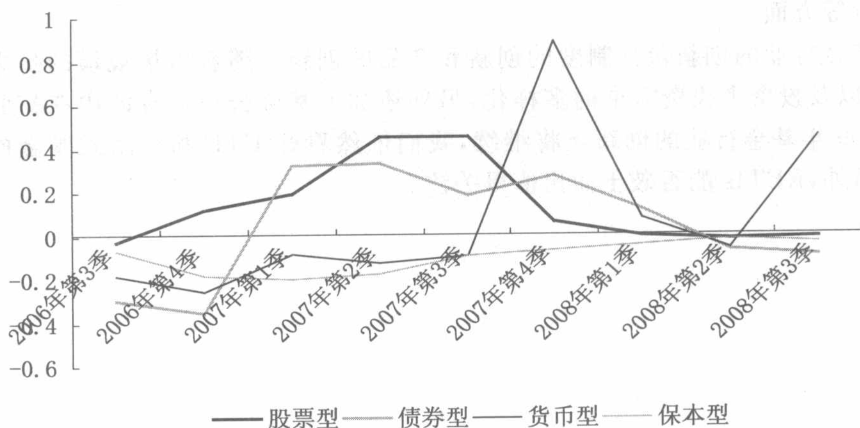
大部分偏股型基金在2009年的震荡是中难有太多出彩表现，但债券基金依然会是2009年基金市场上的亮点。一方面出于保增长的需要，2009年货币政策依然保持宽松，存贷款利率还存在下降的空间。另一方面正是股市存在太多的不确定性让资金需要避风港，债市无疑扮演了这种角色。

二、总体规模维持动态均衡

在经历了2007年和2008年异常的波动后，我们认为基金总体规模在2009年会保持动态平衡，波动区间维持在1.5万亿～2万亿之间。这样的判断基于以下几点原因：一是尽管基金业绩不尽如人意，但受投资心态所影响，目前占据主体的偏股型基金并没有出现大规模的净赎回，如果我们简单地用当期基金申购赎回净额占上期末基金份额总额的比重来衡量基金的申购赎回情况的话，我们并没有发现有大规模净赎回情况的出现。图4可以告诉我们，在经过2007年第3季度前的超常规申购后，基金在2007年第4季度的赎回情况开始增加，但进入2008年以来，该比例下降的幅度明显放缓，尽管到第3季度偏股型基金开始出现净赎回，但净赎回比例一般仅维持在2%以内。鉴于对2009年市场单边市很难出现以及可能反复震荡的判断，投资者赎回偏股型基金的意愿依然很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低；另外，在新基金发行方面，2008 年维持了一个较快的发现频率，一方面是因为部分中小基金公司想借此壮大公司规模，另一方面监管层也想通过新基金向市场注入流动性。在 2009 年我们预计的市场环境下，这种情况应该不会有太大改变，因此还将有不少新基金进入市场。最后，在混业经营的驱动下，银行、券商和保险都加快了进军基金业的步伐。平安证券和国金证券牵头成立的基金公司目前正在等待批文，另外 2008 年北京银行、上海银行和宁波银行也都相继表示要进军基金业。因此我们预计 2009 年有 2～3 家商业银行等新机构会进入基金行业，从另一个层面可以壮大基金总体规模。



资料来源：WIND 资讯，中信建投证券研发部

图 4　单季基金申购赎回比例变化

三、弱市中基金公司马太效应开始显现

2008 年以来，相继又有农银汇理等基金公司成立，但新鲜血液的出现并没有妨碍弱市中马太效应的出现。在资产管理规模上，从 2007 年开始，华夏、博时、嘉实、南方和易方达一直都占据前五的位置，五家公司规模总计占整个基金业的 30％以上。不过在对相关数据的统计中我们可以看到，这五家公司总体规模占基金总规模的比重与市场走势存在反向关系。从 2007 年第 3 季度为分界点，市场开始转冷，而前五家规模总计的占比也以此为分界点，前降后升，说明投资者在弱市中更加信赖实力雄厚，具有累积优势的基金公司。如果市场依然难以好转的话，2009 年基金公司有可能会进一步出现分化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四、监管加强，创新加快

由于对金融衍生产品缺乏有效监管导致了2008年美国的金融危机，尽管目前我国还没有真正意义上的金融衍生品市场，但至少这场金融危机对我国在监管上的警示作用不容小觑。因此我们预计2009年我国监管机构对于包括基金在内的资本市场会加强监管，如制度建设、保护基金持有者利益以及基金公司合规性等方面。另外在监管方面还需要注意的一点便是《证券投资基金法》有可能存在的修订。而其突破点可能在于基金经理的注册制以及公司型基金的放行等方面。

基金行业的创新包括制度的创新和产品的创新。随着市场规模的扩大和细分，以及投资者投资需求的多样化，另外还加上基金公司本身的内在扩张需求，2009年基金行业的创新还将继续，我们依然看好ETF和封闭式基金的创新。另外，RETIs能否破土而出值得关注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

食品饮料：消费有增长，助食品行业渡过寒冬

2009年居民收入增长将下降，消费支出趋于谨慎，食品行业也将过冬。但相对其他消费品来说，食品消费受到的负面影响最小，消费量仍会有一定幅度增长。但消费结构会有变化，中低端产品销售量比重将加大。

2008年食品行业主要应对的困难是高成本，因此我们提出“决胜高端”观点，即食品企业要通过提高产品档次从而提高产品价格，以确保收入和利润的增长。而2009年随着农产品价格大幅度回落，成本压力大为缓解，食品行业面临的新问题将是消费需求不旺。我们认为2007和2008年两年食品行业“量价齐升”模式将终结，代之以“降价＋销量拉动收入”模式。所得税率下降因素消失后，对利润增长影响较大。整体上食品工业依然保持增长趋势，增长幅度有望保持10%左右。但业绩预测的准确性因为诸多不确定因素而下降。

在经济上升周期时，是“胜者为王”，以企业规模迅速扩张和业绩大幅度增长为特征，资本市场也遵循“高增长、高估值”。而在经济不景气时，企业首先考虑是生存问题，能够实现销售量增长，不断有现金流入是极为宝贵的，也就是说“剩者为王”。目前大量中小企业的倒闭绝大多数是资金链断裂引起。因此现金流有保障的公司特别值得珍惜。我们认为食品行业销售量受经济下滑影响较小，有销量就会有现金流，这会使食品工业在经济下滑中强于整体经济。此外为过冬，企业会更加注意节流，暂时减少拓展市场投入，降低人力、运输、管理和财务费用。一些经济发达的区域性优势企业处于更为有利的竞争地位。

整体行业投资策略维持增持评级。行业投资次序为：白酒行业、葡萄酒行业、啤酒行业、番茄加工行业、乳品行业和浓缩苹果汁。

重点关注三类公司，低估值公司（山西汾酒）、国际竞争力提高公司（新中基）、并购价值型公司（燕京啤酒），以及受益区域经济强势的公司（顺鑫农业）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2009年食品行业也要过冬

一、2009年收入预期下降会影响食品消费

我们预计全国居民食品消费支出增长幅度为9.9%(而2008年前3季度国居民收入增幅为15%)。测算考虑因素包括:2009年GDP假设为8%,农民收入增长幅度6.8%、城镇居民收入增长幅度10%、城镇化率1.19%与农村和城镇人口数量、恩格尔系数;同时考虑到中央财政将对社会保险体系加大投入,减少公共收费等因素。但人保部近期宣布的数据为我们的增幅预测也带来一定的不确定性。这包括:“暂停上调企业最低工资”、“城镇新增就业的增速是8%,这也是最近几年来第一次出现了连续增长后的增速下降”,2008年失业率将达到4%以上,2009年失业率还将上升。特别是未来将农民工就业纳入统计范畴,失业率会明显增高。这为农民增收蒙上一层阴影。不排除居民收入增长低于我们预期的可能。

收入预期下降,食品消费同样会受到一定程度上的影响。全国农产品以及食品价格回落尽管会适当提高消费能力,食品消费量会继续维持一定幅度上升,但正如前面调查所揭示的那样,食品价格下降不会促进消费量大幅度增长。

我们预计2009年肉蛋消费、乳制品消费、方便与休闲食品消费以及饮料消费均维持5%~10%的增长幅度。这其中肉蛋类消费和乳制品以及食用油消费量增幅在10%左右,理由是中国中低收入人群对这类产品的消费价格敏感度较高,2009年上半年这类产品价格一直处于低位,这将吸引中低收入人群消费量有所增长。中低端白酒消费量会有所上升,理由是白酒作为嗜好性食品,当收入情况不好时,会出现“减价不减量”的消费现象。白酒总消费量增幅维持在10%~15%。啤酒消费量已经开始出现颓势,估计2009年销量增幅不会超过5%。葡萄酒的销售量2008年前10个月增幅高达29.66%,葡萄酒整体价格下移以及健康营养的饮食理念不断深入人心促进葡萄酒保持较高增长,2009年销售增幅将有所下降,估计在15%左右。

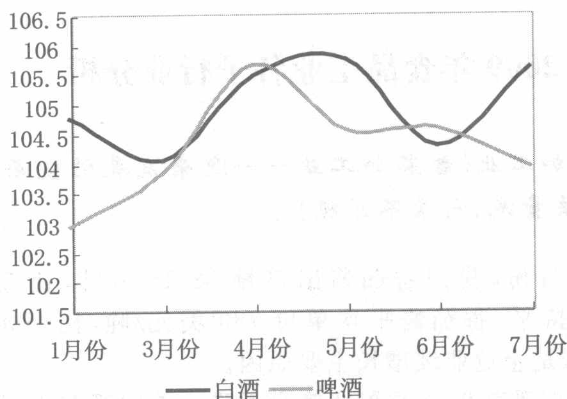
二、食品工业“量价齐升”的增长模式终结,未来以“降价+销量拉动收入增长”为经营主流

在对2008年食品饮料行业做预测时,我们认为2008年食品行业要面对的最大困难是高原料价格,高制造成本的压力。但从2008年下半年开始,以粮食和猪肉为代表的农产品价格开始回落,能源价格也出现很大下降,成本压力已经大为缓解。因此我们认为2009年食品行业面临的新问题是消费不旺。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正如前面调查问卷所揭示的那样。食品消费较为刚性，受居民收支变化影响不大，但消费结构会有波动。收入预期高时，大家都想消费升级，于是高中档产品和非必需消费食品支出会较多。而当收入预期下降，大家都开始节俭，缩小开支，不能减少消费量，必然会降低消费档次，中低端产品的销售量会上升。这将使食品出厂价位整体下移，那么销售收入增长就会受到影响。除非中低端产品销售量增长足够大，则收入增长才会得到保障。但这种可能性不大。因此我们认为2009年食品工业增长的模式将以是“降价＋销量拉动收入增长”为主要模式。

2008年上市食品公司利润增长来自以下几方面：一是主业增长；二是非经常性收益（比如投资、政府补贴）；三是所得税率下调。后两项因素对食品制造业利润增厚的刺激作用大于饮料业（见图1）。



资料来源：国家统计局，中信建投证券研发部

图1 2008年白酒和啤酒出厂价格指数

酒类产品出厂价呈现季节性涨落，而食品出厂价走势紧随农产品原料价格（见图2）。2009年食品制造业随着原料价格回落毛利率回升；酒类产品中的中低端产品毛利率也有望提高。2009年中低端产品销售量增长加上毛利率提高，主业利润率前景不必悲观。而非经常性收益和所得税对2009年增厚利润的利好因素消失或很微弱。这对净利润增长非常不利。

由于食品有保质期限制，以销定产，库存比例不高，这使食品行业资金运转情况好于其他一些产业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

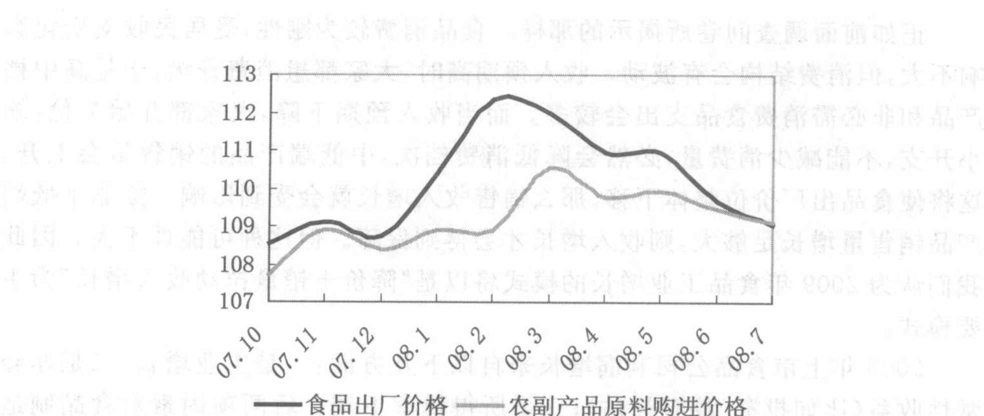


图 2　2008 年食品出厂价与农副产品原料购进价格指数

2009 年食品工业各子行业分析

一、农副产品加工业(番茄加工业——迎来发展的良好机遇;浓缩苹果汁行业——价跌量减,前景不乐观)

2008 年 1～6 月份,我国番茄酱出口量 38.15 万吨,比 2007 年同期的 38.374 9 万吨基本持平,番茄酱平均单价 780 美元/吨,比 2007 年同期上涨 30.85%。价格上涨是企业业绩增长主要原因。

2008 年世界主要番茄生产国产量普遍下降。美国番茄产量预计下降 2%甚至更多,而欧盟从 2008 年开始实施的共同农业政策(CPA)改革将给中国番茄种植和番茄酱加工带来重大发展机遇。中国番茄种植面积将增加,番茄酱出口量也将逐年增加。而共同农业政策也将促使中国番茄产业更加重视食品安全、环境保护和发展生态农业;中国将加快改进国内番茄制品当前小规模种植的模式。中国番茄产业在世界范围的影响力将越来越大,成为推动世界番茄产业发展的重要部分。2008/2009 年新榨季,全球加工番茄产量有望达到 3 578.6 万公吨,但中国加工番茄产量基本与 2007 年持平。

表 1　2008 年 1～6 月份番茄酱出口情况

	1～6 月份出口量	2007 年同期出口量	同比增长	累计平均单价	2007 年同期累计单价	单价同比增长
番茄酱罐　头	38.1555 万吨	38.3749 万吨	−0.57%	0.78 美元/kg	0.60 美元/kg	30.85%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国番茄产业也面临着产能急剧扩张的风险。特别是在新疆，新增产能超过15万吨，全疆番茄总生产能力突破100万吨，产能利用率只由55%。在番茄收获季节，原料争夺十分激烈。2008年新榨季新疆番茄产量下降，质量低于往年，但收购价格却达到400元/吨，同比上涨50%。这使番茄加工成本骤然提高，潜在质量风险因素加大。中国番茄酱出口地是欧洲，欧洲经济衰退势必影响到番茄酱的销售量，2009年番茄加工业存在着终端价格下降与成本上升的双重压力利润空间将被压缩。但相对于另一个重要出口产品浓缩苹果汁来说，番茄加工产业的前景因为没有替代品，因为欧盟共同农业政策的变化而更加光明。

而浓缩苹果汁产业可能面临着与番茄酱正相反的处境。

2007年由于欧洲波兰等主要苹果生产国减产，加上美洲地区橙汁价格大幅上涨，苹果汁作为替代品国际市场价格大幅上升，这种涨势延续到2008年上半年，吨苹果汁价格已经达到1 200美元/吨。但随着新榨季开始，波兰等国苹果丰收，价格已经下降到700美元左右。考虑关税、运费等因素，中国苹果汁价格只能维持在700美元以下，价格变动幅度还是非常大的。加上目前梨价格便宜，作为替代品的优势尽显。因此上半年开始，国际市场浓缩苹果汁价格迅速回落，需求迅速减少。估计中国生产商为此积压的存货达到20万吨，达到全年产量1/3。这为后续价格形成巨大压力。何况这些库存苹果汁在上一个榨季里原料价格非常高。

2008年中国苹果产量丰收，原料苹果价格也出现大幅度下降。这有助力缓解新榨季原料成本压力。但我们认为在全球经济下滑，价格下降同样不能成为大幅度促进消费的动力，苹果汁行业已经寒意袭袭。2009年销售量和价格双双不理想，业绩增长难度非常大。

二、食品制造业（乳制品——高速增长期结束，进入白银时代，发展速度与GDP同步，年均6%～10%）

2008年前三个季度里，乳制品行业收入继续增长，但产量增幅和利润增幅同比下降。特别是10月份受三聚氰胺奶粉事件影响，液态奶销售量同比下降32.49%，这影响1～10月份液态奶产量1 306万吨，同比仅增长1.58%。比2007年同期增幅下降15.86个百分点。2008年全年原奶产量超过4 000万吨，全年乳品收入增长幅度为18%左右，利润总额增长下降到10%左右。2009年液态奶销售量的恢复和价格的恢复将延迟到2009年下半年。2009年乳品行业仍将低迷。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2　2008 年 1～8 月规模以上企业乳制品产量及增长情况

	产量(万吨)	增长率(%)	2007 年同期增长率(%)
乳制品	1 295.65	12.55	21.72
液体乳	1 105.22	10.29	17.79
干乳制品	190.43	27.76	41.97

表 3　2008 年 1～8 月规模以上乳品企业

	金额(亿元)	增长率(%)	2007 年同期增长率(%)
销售额	1 053.66	29.19	23.51
销售成本	828.35	30.67	24.26
销售费用	137.50	26.63	24.47
资产总计	951.69	19.41	14.23
利润总额	55.49	24.78	28.29

乳制品行业因 2008 年 9 月份三鹿婴幼儿配方奶粉三聚氰胺超标，导致多名婴儿患病事件而即将发生重大转折。

首先，行业面临洗牌，竞争格局有所改变。三鹿解体，其资产由三元以及完达山瓜分。太子奶由于资金链断裂濒临破产。乳业以伊利、蒙牛为第一军团，三鹿和光明为第二军团的格局将以三元和完达山位次上升而改变。一些没有产品安全问题的地方性乳品公司再次获得生机，上市公司中的新希望以及准备上市的完达山。伊利和蒙牛继续扩大市场，巩固市场地位进程被推迟。但由于与第二军团在规模和销售收入上差异巨大，暂时还看不到位次下滑到第二军团的迹象。

其次，乳品行业产品调整，产业升级的进程被迫放缓。知名企业好不容易争夺来的高端婴幼儿配方奶粉部分市场再次失去。竞争者因为对手的失误而得分。企业不得不回到产品安全的基本低层次定位上。

再次，催生《乳制品加工业准入条件》、《乳制品工业产业政策》两个具有历史意义的文件诞生。这两个文件基本上涵盖了行业的方方面面，其中距离、规模、原料、建设主体等四项条件是属于刚性指标，新建和扩建企业必须不折不扣的贯彻执行。乳制品行业将进入一个良性和理性发展时期，无序竞争的状态将变成在政府宏观调控政策指导下的有序有限和谐的竞争。未来乳品行业增幅放缓到 10%以内。从国情出发，行业协会不提倡乳品高档化，乳品继续向多样化方向发展。奶酪可能成为下一个开发和引导消费的热点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、饮料制造业（酒精饮料——全面进入盘整期）

1. 白酒行业——发展更为理性，中低端白酒销售比重上升

目前，中国白酒市场处于瓶颈期，受整体经济环境影响，生产者和销售商信心指数下降，市场整体供需不足。白酒市场结构进入稳定期和成熟期；即市场壁垒已经形成，进入门槛越来越高。在需求低迷和市场稳定情况下，白酒新产品推出变得非常谨慎。白酒生产者更加关注消费者的感受和消费诉求，与经销商关系趋于和谐。白酒发展更为理性。但新产品开发速度会放缓，市场营销力度有所减弱。

高档白酒：将进入盘整期，增幅下降，但品牌集中度会更集中，开发不久处于市场开拓期的地方性品牌高档酒面临非常大的风险。高档酒的销售重点将放在团购上，未来100元～300元/500克价格区间白酒的市场机会更好。

产品概念和规格：继续打健康牌，以及不同规格包装上实现差异化来争取市场。未来小包装酒会逐渐流行。就像拆分股份以活跃交易一样。

主流产品档次：常规商务用酒将以150—200元为主要竞争区。

2. 黄酒行业——刚有起色，偏遇寒流。革命尚未成功，市场依然局促

过往两年，黄酒都保持每年15%～20%的增长速度，黄酒文化也有很大起色。但营销水平和能力相对其他酒类来说很薄弱。大张旗鼓的宣传后市场刚刚得到一些拓展，但经济形势不好，给市场继续拓展蒙上阴影。

3. 啤酒行业——成本下降成最大亮点，行业竞争格局变数带来投资机会

2008年下半年以来，大麦、酒花、玉米淀粉以及大米价格全面下降，而10月份单月啤酒销量增幅回到10%，比前10个月累计销量5.6%高出不少。这都给啤酒行业增添亮色。我们预计2009年啤酒销售量增长大约在5%。而原料价格低迷会维持到2009年中期，因此对啤酒行业2009年谨慎看好。

啤酒行业面临的最大问题是国内市场完全国际化竞争，英博收购百威使行业竞争格局再次面临着变数。资本说话在啤酒行业体现得淋漓尽致。华润雪花凭借外资资本优势，不断收购兼并，全面已经超过老牌青岛啤酒和燕京啤酒。燕京努力保持民族品牌时，越来越不敌外资的压力，因为收购话题可能再次被提起，从而影响股价。青岛啤酒经过做大与做强，做强于做大的不同阶段，目前到了做大做强并举的新阶段。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 葡萄酒行业——2008年葡萄略有减产，原料价格平稳，葡萄酒质量预计较好。2009年葡萄酒行业依然保持15%以上增长

2008年葡萄酒收获季节，沙城、东北产区、武威产区以及新疆产区均出现不同程度减产，葡萄质量普遍好于往年，甚至有些产区出现2000年以来最好的葡萄质量。因此2008年会出产非常优质的年份葡萄酒。葡萄减产没有带来葡萄价格的上涨，价格稳定在1.2～1.7元/斤，基本与2007年持平。价格稳定和质量上乘，对酿造企业来说非常有利。

2007年国产葡萄酒的产量达到了67万千升，工业出厂值达到了147亿元人民币，分别比2006年增长了37%和22%。进口葡萄酒达到14.73万千升，其中散装酒10.5万千升，增长11%；瓶装酒4.23万千升，增长111.5%。进口额达到24 463万美元，其中散装酒为6 050万美元，增长15%；瓶装酒18413万美元，增长138%。2008年前10个月，葡萄酒以销售量29.66%高居所有酒类榜首，全年消费量达到72万吨。

葡萄酒消费量快速增长与"喝葡萄酒更健康的观念被广泛接受"有关，与进口葡萄酒价格下降以及不断成熟的营销也有很大关系。进口葡萄酒在中国市场正进入一个鱼龙混杂的高速膨胀期，一时间带来消费的高速扩张期，进口葡萄酒由高贵向平民化发展，价位走低是促进消费的重要因素之一。而据国际葡萄酒展览组织Vinexpo的一项调查结果："至2010年，中国将以35.91%的增长幅度位全球葡萄酒消费增长国家首位。"中国葡萄酒对葡萄酒的需求群主要还是集中在白领以上阶层，2009年经济下滑居民收入增长下降，白领阶层受到的影响会小于其他阶层，因此葡萄酒消费依然会有一定保障，预计全年消费增长15%，好于其他行业。

相关公司：张裕A—解百衲商标归属在一片哗然中落户张裕，张裕以解百衲为主推品种的产品战略将更有作为。2009年张裕依然值得期待。

食品行业投资策略维持增持评级。行业投资次序为：白酒行业、葡萄酒行业、啤酒行业、番茄加工行业、乳品行业和浓缩苹果汁。

表4　2008年1～10月份三大酒类产量与增幅

产品项目	产量(万吨)	同比增增长(%)	2007年同期增长率(%)
白酒	441.21	17.07	23.3
啤酒	3645.44	6.43	13.55
葡萄酒	56.94	29.66	33.32

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5 2008 年 10 月份单月三大酒类产量与增幅

产品项目	产量(万吨)	同比增增长(%)	环比增幅(%)	2007 年同期增长率(%)
白酒	51.29	12.95	0.35	41.67
啤酒	308.58	10.27	4.27	1.75
葡萄酒	5.85	5.88	−8.46	42.73

重点关注几类公司与投资要点

一、低估值公司：山西汾酒

山西汾酒发展路径颇不顺利，经历了 2006 年业绩高增长，到 2007 年下滑，在 2008 年前 3 季度的迅速回升如同坐山车一样的走势。这与汾酒营销策略的变化以及人事的更迭有很大关系。目前汾酒的调整集中在：一是产品层面，二是销售模式和销售渠道。产品方面是继续压缩产品数量，特别是压缩销售量少的工商联合开发品牌的数量。整顿产品价格体系，汾酒对工商联合开发品牌采取了分步骤提价，以带动汾酒自有品牌的价格体系调整。在销售方面，建立了地级市为单位的产品代理制度，统一价格、统一管理、集中运作。为此设立了山西、东北、西北、华南等 9 大营销大区，并设立了省内外 14 个产品中心库，有公司配送和实施到岸价格。这些措施都展示汾酒的工作重点转移到品牌管理上。汾酒在河南销售量下滑后，在华北市场特别是北京市场的拓展很有起色。有三季度的快速增长，2008 年全年 EPS 为 0.72 元/股。2009 年预计增长 20%。2008 年 11 月 24 日收盘价为 11.80 元/股，2008 年动态 PE 16.38。在白酒公司中估值最低。

二、国际竞争力提高的公司：新中基

作为番茄酱产业的领军企业，在未来中国番茄加工产业发展中将继续扮演重要角色。公司已经拥有优质番茄生产基地 50 万亩，番茄制品综合生产能力达 60.5 万吨，位居世界同行业第二位。产业布局遍及新疆、甘肃、天津、法国。特别是小包装番茄酱开发较早，也已形成一定的品牌影响力。近期新中基与中国包装产业龙头奥瑞金制罐签署战略工作协议。奥瑞金是中国最大的马口铁三片罐制造企业之一，年生产制罐能力达到 30 亿套。根据协议，将整合双方在番茄制品金属包装制造的现有资源，建立以奥瑞金制罐为主的统一的金属包装生产管理和供应体系，以保障新中基番茄制品不断发展的需求。08 年业绩预测为 EPS0.20 元/股；11 月 24 日股价 4.99 元/股，动态 PE 24.95 倍。09 年新

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中基业绩前景不明朗，但鉴于该产业良好的发展空间以及新中基的竞争实力，建议投资者给予关注，适当做战略性投资。

三、并购价值型公司：燕京啤酒

燕京啤酒2008年预计啤酒总产量将达到360万吨，是全国第三大啤酒生产商，也是三家啤酒龙头中唯一没有外资股份的纯粹的民族品牌公司。在当前啤酒龙头企业绝大多数均吸收了国际啤酒巨头资本，并购市场目光被聚焦到燕京身上。每次的并购案发生，燕京的股价都要波动一回。2008年英博收购百威不仅造就了全球啤酒行业最大一宗并购案，也使中国啤酒竞争格局再次面临着变数，燕京的地位也因为前两家青岛和华润成为一家而变得微妙。2009年燕京与外资的故事还会继续讲下去。燕京除产能扩张、成本下降促进业绩增长以及潜在并购对象而受到市场关注。2008年燕京EPS 0.42元/股，动态PE 28倍。

四、受益区域经济强势的公司：顺鑫农业

2008年前3个季度，顺鑫农业实现EPS 0.41元/股，预计全年达到0.48元/股，动态PE 21.97。公司围绕北京为主要产品市场，北京地区较高的经济发展水平和居民消费能力为顺鑫发展提供很多机会。2008年公司几大主营业务：白酒系列、猪肉系列、种猪系列、建筑工程业务均取得非常快增长，其中白酒系列、种猪系列和建筑工程业务销售收入半年就达到07年全年水平。我们继续看好公司几大业务在2009年的增长。一是以牛栏山二锅头在北京销售猛增，在消费有所萎缩情况下，中低档的二锅头销售量会继续增长；二是猪肉和种猪系列产品，拥有较为完整产业链，较单一产业链来看，抗市场风险能力很强，09年种猪销售会受影响，但猪肉系列则以为生猪价格下降而受益。三是建筑工程业务，公司拥有一级建筑资质，未来相当长时间里，国家加大农业基础设施投入，该项业务大有可为。特别是北京地区消费能力在全国属于较高水平，受宏观经济放缓的影响较小，占据地理之便，顺鑫农业2009年预计EPS增长20%。

顺鑫农业潜在风险在于房地产业务可能会占用资金，周期长，2008年公司净现金流量表现很差。资金紧张问题可能较为突出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

农林牧渔:惠农政策谱写农业发展新篇章

农业股投资需要关注三大投资线索:农产品价格、国家农业政策和上市公司业绩。

2009 年农产品价格走势的判断是:粮价承压运行,稳中趋落;猪价延续下跌走势,2009 年下半年可能见底企稳。

2009 年国家出台的农业政策将围绕十七届三中全会精神和 11 月 5 号国务院常务会议扩大内需促进增长的措施来制定,目标依然是保障粮食安全、增加农民收入和促进经济增长凳。惠农政策的出台,将为农业上市公司的发展提供良好的氛围,同时对个别细分行业的上市公司带来题材性交易机会。

2009 年细分行业业绩增长趋势分析:惠农政策为种业上市公司带来利好,但难改种子行业供大于求之痼疾,我们看好具有先玉良种的登海种业和敦煌种业;饲料加工业在粮价下跌的背景下成本压力会有缓解,但下游养殖行业不景气可能造成饲料需求下降,饲料加工业景气度会较 2008 年下降;受猪肉价格和水产品价格下跌的影响,养殖行业不太乐观;屠宰与肉制品加工业受益于猪价的下跌,全行业毛利率将有所提升。

重点上市公司方面,我们分析了北大荒、双汇发展。北大荒稳健的经营品质在宏观经济下滑的背景下显得更加珍贵,而双汇发展将从猪价的下跌中享受到成本下降的好处。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

农业股的三大投资线索

农业股投资需要关注三大线索:农产品价格、国家农业政策和上市公司业绩。

农产品价格不仅是反映农业行业景气情况的重要指标,同时也是影响上市公司业绩的重要因素。农业行业的上市公司因所处产业链位置的不同,与之相关的农产品就或者是其产品,或者是其原料,从而农产品价格的上涨或下跌,就会直接影响到上市公司收入或成本情况。因此,农产品价格是农业股投资的重要线索。

国家政策对农业行业的发展影响巨大。农业作为弱势产业,发展中受到自然风险(旱涝灾害、冰冻雨雪等)和市场风险(价格暴涨暴跌)的双重威胁,农民人数多、分布散、学历低等特征使得其在社会的发展中处于弱势地位,农业的发展和农民的增收需要国家政策的支持。我国政府始终把"三农问题"放在突出的位置,每年出台众多政策措施来努力实现"农业发展、农民增收、农村进步"的目标。"三农"是农业上市公司生存的环境与土壤。惠农政策同样可以间接的惠及农业上市公司。因此,把握惠农政策带来的投资机会也是农业股投资的重要线索。

无论是农产品价格变化还是国家政策扶持,最终都要落脚到农业上市公司业绩的变化上来。农业上市公司业绩变动除了受到农产品价格和国家政策的影响外,还会受到市场供求、技术进步、公司管理、利率汇率等因素的影响,把握上市公司业绩变化情况,才能清楚投资的安全边际大小。因此,上市公司的业绩变动也是农业股投资的重要线索。

2009 年农产品价格走势判断

一、粮价承压运行,稳中趋落

受国际粮价回落、粮食需求趋缓以及 2008 年粮食连续增产的影响,从 2008 年 7 月份开始,国内各类粮食价格大都一改上涨趋势,出现回落。其中大豆、玉米的降幅最为明显(大豆最大跌幅 34%,玉米最大跌幅 10%),稻米略降(降幅 3%),小麦略涨(涨幅 1%)。

2009 年粮食价格的影响因素可以概括为"四大压力、一个支撑",总体将保持承压运行,稳中趋落的格局。其中"四大压力"是:

(1)国际粮价高位大幅回落,国际粮价已低于国内粮价,且 2009 年国际粮价出现大幅上涨的可能性不大。国际粮价受累于金融危机和粮食增产,从 2008 年 7 月份开始也出现大幅回落,且落幅要远大于国内。经过将近 4 个月的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

急跌之后，如今国际粮价已经回落到国内粮价以下，通过国际传导对国内粮价的压力已经基本消除，同时 2009 年世界经济放缓、需求减少、供给增长的整体形势下，2009 年国际粮价再像之前一样暴涨的概率已经很小，2009 年我国粮价走势基本不会再受国际粮价的传导。这使得国内粮价上涨的动力大大减缓。

(2)宏观经济形势严峻，养殖业前景不容乐观，粮食需求总体趋缓。口粮消费我们认为 2009 年不会有太大波动，而饲料消费因养殖业景气度下滑，2009 年可能面临需求下降的局面。2009 年养殖业面临的形势不容乐观，国内生猪价格自 2008 年 3 月创出高点以来持续下跌，特别是 9 月份之后跌势加速，而养猪成本居高不下，养猪利润下滑，农户补栏积极性受挫，2009 年生猪饲料需求会有所下降。这势必影响玉米、大豆等的价格走向。粮食的工业消费需求因宏观经济的放缓和对粮食工业产品(淀粉、生物燃料等)需求的萎缩，粮食工业消费需求下滑的可能性更大。我们认为 2009 年粮食需求总体是下降的，这可能成为阻碍粮价上涨的重要因素。

(3)化肥、农药、机械等粮食生产成本下降。随着原油价格的大幅回落以及下游需求的减少，化肥与尿素的价格出现大幅下降，国内化肥和农药行业面临的生产过剩局面 2009 年也难以得到改善，随着宏观经济的继续放缓，2009 年可预期的范围内，化肥农药等生产资料价格下降趋势明显。我们认为这也将使得粮价的上涨步伐受到较大阻滞。

(4)我国粮食已经实现连续 5 年增产，2009 年在国家政策大力扶持以及以棉花为代表的经济作物价格跌幅更大导致农民 2009 年种粮积极性提高，粮食增产仍有较大可能，粮食的连年增产将使得供给较为充裕，从而暂时性避免粮价上涨。

由于以上四种压力存在，将使得粮食价格出现延续高位回落的走势。

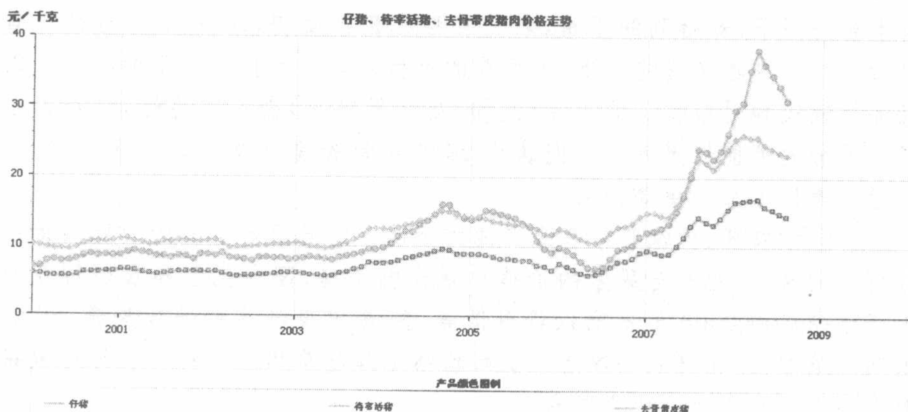
“一个支撑”是指国家较大幅度的提高 2009 年粮食最低收购价，国家发改委已经公布了 2009 年的小麦最低收购价，并且表示 2009 年将继续提高稻米的最低收购价。这将使得粮食价格在四大压力之下即使出现下跌，跌幅也不会很大。

二、猪价延续下跌走势，2009 年下半年可能见底企稳

在 2007 年猪肉价格暴涨的刺激和国家出台了大量激励农民养猪政策的调控下，我国生猪存栏和能繁母猪存栏都有提高。根据国家统计局公布的消息，2008 年上半年，全国生猪存栏 4.71 亿头，同比增长 9.4%，其中能繁母猪存栏 5 175 万头，同比增长 22.5%。农业部 2008 年 6 月份的统计资料显示，规模养殖户生猪存栏同比增长 16.9%。2008 年上半年生猪和能繁母猪存栏的增长，

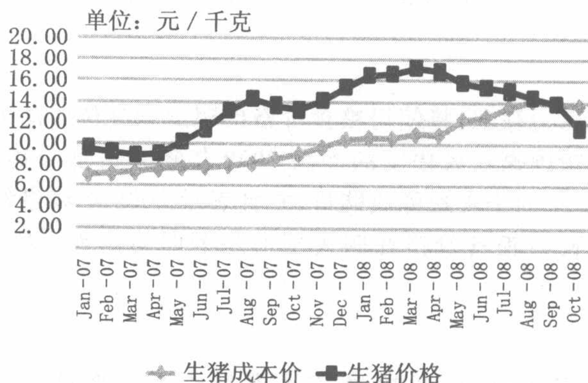
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将直接影响到2008年下半年和2009年上半年的猪肉供给。在生猪和能繁母猪补栏出现较大增长的情况下，我们可以预期2009年上半年猪肉供给仍将呈现一种增长的形势。然而，与此对应得是猪肉消费需求出现显著萎缩。受食品不安全问题频繁爆发，城市居民食用猪肉的意愿下降，受实际收入下滑，农村居民消费猪肉也在减少。在2009年宏观经济趋于下滑的情况下，2009年居民收入增幅不会很大，甚至有可能出现下降，使得其消费意愿下降，猪肉消费量有所减少。由此，我们认为未来猪肉价格仍会延续下降走势。



资料来源：农业部

图1　猪肉、生猪、仔猪价格走势



资料来源：东方艾格

图2　生猪价格已经跌破成本价

2008年2月份猪肉价格出现回落，至今已累计下降25%，4月份生猪价格出现回落，至今已累计下降32%。进入10月份国内生猪平均出售价格进一步

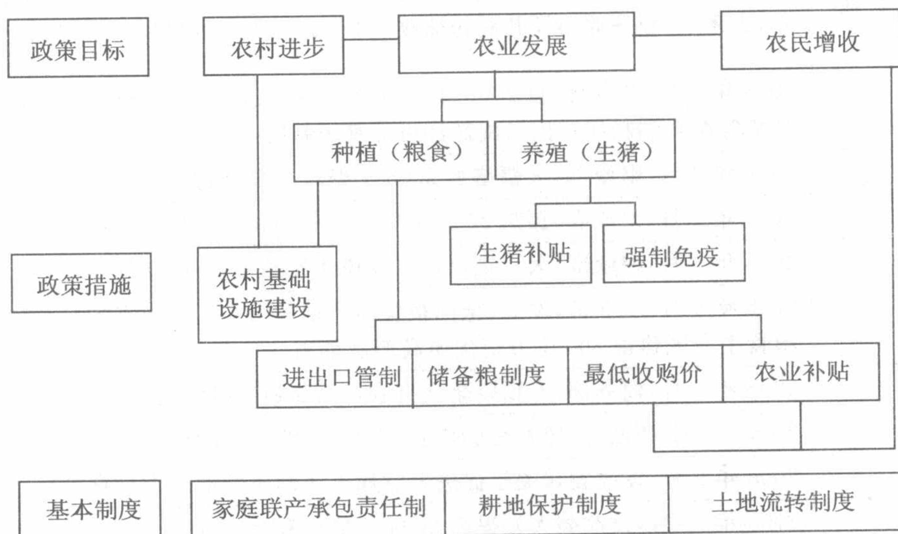
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下跌至 13.48 元/千克，而此时出栏的生猪养殖成本为 13.61 元/千克，市场价格已经跌破成本价，养猪已出现亏损，这严重影响了生猪养猪户的补栏热情，很多地区已经出现宰杀母猪的情况。生猪存栏量的减少真正影响到猪肉的供给有 10～12 个月的时滞，根据政府部门、新闻媒体、专业机构发布的消息，从 2008 年 8～10 月这段时间生猪补栏开始出现明显的减少，这种效应在 10 个月后也就是 2009 年的 8～10 月开始显现，届时猪肉可能因为供应量的减少，使得价格有所企稳。但那时却也正值进入猪肉的消费淡季，所以即使猪肉价格触底也不会有较大幅度的反弹，维持低位运行可能性更大。

国家惠农政策暖风频吹

一、2008 年农业政策的回顾与分析

我国的农业政策服从于国家整体宏观调控和“三农”发展的目标，依托着家庭联产承包责任制、耕地保护制度和土地流转制度等基本制度，已形成较为系统、层次分明的政策框架体系。



资料来源：中信建投证券研发部

图 3 我国农业政策框架

2008 年是我国农业发展面临严峻形势的一年，对我国农业政策的制定提出了很大挑战。上半年的国内粮价大涨引发了通胀恐慌，年初南方冰冻雪灾和“5·12”汶川大地震造成了农业较大损失，三聚氰胺事件使得人们再次为食品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

安全问题担忧，生产成本飞涨让农民增收问题又成焦点。这些问题不仅关系到人民的日常生活，而且关系到我国农业及国家安全。在这样的形势下，国家出台了系统密集的惠农新政。由于政策及时到位，在执行中取得了粮食增产、粮价回落、农民积极性提高等积极效应。

2008 年我国农业政策及重要文件有：

表 1 2008 年农业政策概览

政策类型	政策或文件
纲领性	2008 年 1 月，"一号文件"，《中共中央国务院关于切实加强农业基础建设进一步促进农业发展农民增收的若干意见》
	2008 年 7 月，《中共中央国务院关于全面推进集体林权制度改革的意见》
	2008 年 10 月，"十七届三中全会"《中共中央关于推进农村改革发展若干重大问题的决定》
规划性	2008 年 7 月，《国家粮食安全中长期规划纲要(2008—2020 年)》
	2008 年 8 月，《全国土地利用总体规划纲要(2006—2020 年)》
执行性	2008 年 1 月，财政部，从 2008 年 1 月 1 日到 12 月 31 日，对小麦、玉米、稻谷、大米、大豆等原粮及其制粉征收 5%～25%不等的出口暂定关税
	2008 年 1 月，商务部，自 2008 年 1 月 1 日起，我国对小麦粉、玉米粉、大米粉等粮食制粉实行出口配额许可证管理制度
	2008 年 2 月，财政部，大幅增加 2008 年财政支农补贴
	2008 年 2 月，发改委，提高 2008 年生产的稻谷和小麦最低收购价
	2008 年 3 月，财政部，大豆进口暂定关税实施延至 9 月 30 日
	2008 年 4 月，农业部，发文《全国粮食高产创建活动年工作方案》，在全国粮食主产区建设 500 个万亩优质高产示范田
	2008 年 5 月，商务部，专项资金支持农产品流通基础设施建设
	2008 年 7 月，财政部，加大农业综合开发投入，投入 127 亿元改造中低产田
	2008 年 9 月，发改委，《关于促进大豆加工业健康发展的指导意见》
	2008 年 10 月，发改委大幅提高 2009 年粮食最低收购价
	2008 年 10 月，发改委、财政部决定收储 100 万吨棉花，价格 12600 元/吨
	2008 年 11 月，财政部，自 12 月 1 日起取消玉米和大豆目前 5%的出口关税，小麦目前 20%和稻米目前 5%的出口关税税率则将下调至 3%。玉米制粉及淀粉目前 10%的出口关税将取消，小麦面粉及淀粉出口关税将从 25%下调为 8%。

资料来源：中信建投证券研发部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、2009年农业政策猜想

2009年的农业发展将面临众多考验。十七届三中全会的精神如何落实？粮食产量能否在第六年连续增产？猪肉价格的下滑会不会导致养猪业重现2006年时的萧条？食品安全能否有实质性的突破？土地流转制度能不能有更加具体的政策？农产品出口的闸门会不会有所放松？农村基础设施建设投资能不能落实？这些问题的解答，很重要的要看2009年国家出台的政策。

我们认为2009年国家出台的政策将围绕十七届三中全会精神和11月5日国务院常务会议扩大内需促进增长十项措施（“国十条”）来制定，目标依然是保障粮食安全、增加农民收入、扩大内需促进经济增长等。基于此，我们认为比较可能的农业政策将主要包括：

(1)2009年将继续提高粮食最低收购价格，尤其是稻米、玉米等的最低收购价；继续提高四项补贴，提高农民种粮积极性；

(2)落实“国十条”，我们相信2009年国家在农业基础设施方面，包括农村沼气、电网、公路、灌溉水利等方面都会加大投入；

(3)土地流转制度的具体配套措施，包括完善土地流转的法律法规，做好土地流转的政府服务，发育土地流转交易市场等方面具体的政策；

(4)动物防疫体系、农产品质量检验特体系等事关食品安全方面的政策。

三、农业政策对农业股投资的影响分析

总体上说，增加“三农”投入，提高农业补贴，加强农村基础设施建设、土地流转等政策措施，将有利于改善农业上市公司的经营环境。具体来说：

第一，提高粮食最低收购价、提高农资综合直补、良种补贴、种粮补贴、农机具补贴等，减轻了农民的负担，调动了农民的种粮积极性，使农民对良种的需求加大。这将使得资本市场上种子公司的良种产品需求量增大。

第二，农业补贴以及农业生产条件的改善，将使得农民种植抗风险能力增强，农民收入增加，这将有利于改善相关农业上市公司的财务状况。比如对北大荒，垦区农民收入的增加，将使得他们能够及时上缴土地承包费，从而降低公司坏账率。

第三，动物防疫体系建设方面的政策出台将继续对动物疫苗行业上市公司带来利好。

第四，土地流转方面政策的完善和实施，有利于发掘土地等农业资源的价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值，对拥有大面积土地、林地、水面等自然资源的上市公司带来利好。

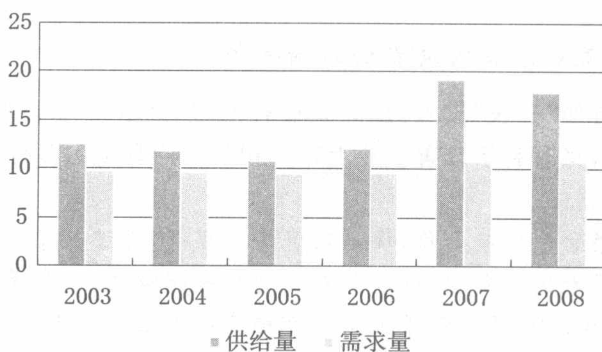
但是我们也需要清醒地认识到，农业上市公司是否具备真正的投资价值，关键还是看其是否能够凭借惠农政策带来的宽松有利条件来改进管理，提高盈利能力。我们认为，投资农业上市公司应重点关注上市公司基本面的变化，如果脱离上市公司基本面，单纯炒作农业政策，只能是一种昙花一现的短期投机行为。

细分行业业绩增长趋势

一、种业

随着棉花、糖价格的持续下跌，农民种植棉花、甘蔗等经济作物的积极性下滑。同时在化肥、农药、农机具等生产资料价格下降，国家不断提高粮食最低收购价和提高农民"四项补贴"（种粮补贴、良种补贴、农机具补贴、农资补贴）的政策激励下农民的种粮收益应该能得保障甚至有所增长。在这种情况下，农民的种粮积极性会有提高，从而使得其对种子，尤其是良种的需求加大。

然而，一直困扰我国种业公司发展的产能过剩，供大于求的问题在 2009 年我们仍难以看到会有多大改善，同时种子行业的并购整合因为地方保护主义和种业公司自身普遍缺乏并购意识和并购人才在短期不会出现。我们预计，2009 年，种业公司主营业务业绩出现较大改善的可能性不大。但是登海种业与敦煌种业凭借先玉品牌良种的优势，在 2009 年仍可能会有较好的表现。



资料来源：农业部

图 4　玉米种子行业供给需求情况（单位：亿公斤）

二、饲料加工业

2008 年饲料加工业形势良好。在养殖户积极性提高，生猪、家禽等补栏和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

存栏量增加以及饲料价格提高的有利条件下，2008 年 1 月到 8 月，我国饲料总产量为 10 485 万吨，比上年同期增长了 24%；饲料加工业全行业实现销售收入 2 244.67 亿元，同比增长 54.24%；销售利润率由 2007 年的 3.06% 提高到 3.6%。

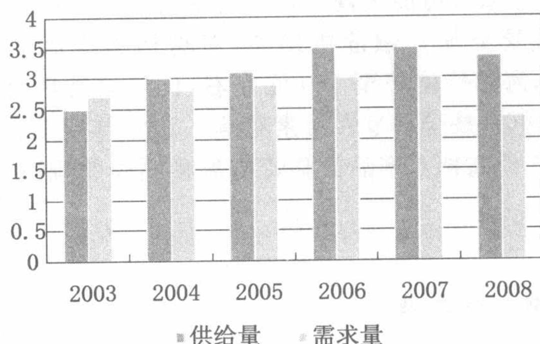
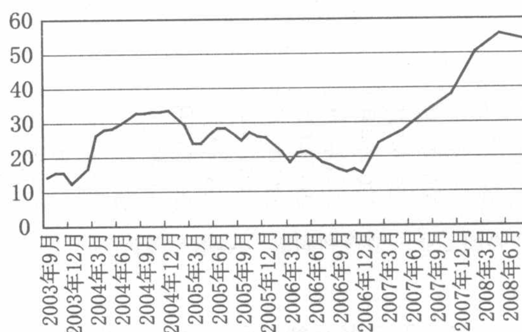


图 5　水稻种子行业供给需求情况(单位:亿公斤)

2008 年 7 月以来，大豆、玉米、豆粕等饲料原料的价格出现较大幅度的下降，2009 年仍将维持稳中趋落、低位运行的格局，这将有利于缓解饲料企业的成本压力。然而，生猪价格的回落，却也损伤了养殖户的养殖热情，2009 年的养殖业将面临严峻的挑战，这也使得饲料的需求减弱。我国饲料行业极度分散，单个企业对下游养殖业的议价能力差，相比较来说，下游需求波动对饲料行业所产生的影响要大于上游粮食价格波动。2009 年饲料行业景气度较 2008 年将可能下降。



资料来源：中经网

图 6　饲料加工业收入增长率(单位:%)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

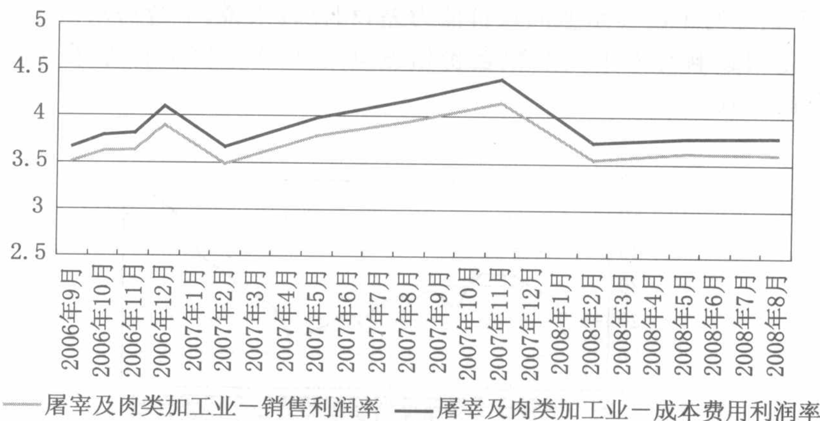
三、养殖业

2008 年是生猪养殖业的转折年。生猪猪肉价格上涨带来的暴利时代已经基本结束，散养户已经出现亏损，而规模养殖户利润也回归平常。2009 年如果生猪价格继续下跌，那么有可能出现全行业的亏损。

水产养殖方面，受全球金融危机影响，对高档水产品的需求有所放缓。2008 年 8 月份以来，海参价格降至 160 元左右，比年初最高时候降幅 20%，尽管近期有所反弹，但更多是受季节性因素影响。2009 年受到需求的抑制，海参价格下行压力较大其他高档水产品面临着与海参同样的境况。2009 年水产养殖业并不乐观。

四、屠宰及肉制品加工业

2008 年 1～8 月，我国屠宰及肉类加工行业实现销售收入 2 935.56 亿元，同比增长 34.98%，产品销售成本 2 636.41 亿元，同比增长 34.36%，全行业实现利润总额 106 亿元，同比增长 26.61%。受上半年生猪价格快速上涨的影响以及全年生猪价格高位运行的影响，整个行业利润率销售利润率和成本费用利润率都出现了一定程度的下滑，其中行业销售利润率为 3.61%，成本费用利润率为 3.79%，而 2007 年同期分别为 3.94%和 4.17%。



资料来源：中经网

图 7　屠宰及肉制品加工业利润率表现(单位:%)

2008 年 4 月开始的生猪价格下跌，我们预计将延续到 2009 年的 6、7 月份。随着生猪价格的进一步下滑，屠宰及肉制品加工业的盈利水平将获得提升。我们预计 2009 年行业整体销售利润率能恢复到 4%以上的水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重点上市公司分析

一、北大荒——稳健经营不惧宏观经济下滑周期

土地承包费保持稳定增长。土地承包费是公司的最主要的盈利来源。生产承包费的收取主要是参照农民收入、农产品价格、土地单产、生产资料价格等因素，在前一年基数的基础上适当调整。在过去的5年中，公司土地承包费保持着5%左右的稳定涨幅。2009年尽管粮价可能有所下滑，但是在国家的众多扶持政策下，我们相信种粮农户的收入应该不会下降。公司的土地承包费收入仍能保持稳定增长。

公司近期公告称对原来可转债募资中投资的米业公司三大项目资金变更用途，变更用途后主要是用于补充流动资金和投向北大荒希杰科技食品有限公司米糠深加工项目。米糠深加工项目2009年产生盈利的可能性不大。公司其他业务的发展在2009年不容乐观，化肥、麦芽价格的下跌将直接降低两类业务的盈利能力，但鉴于这些业务在公司利润中占比很小，对公司业绩影响不会太大。

表4 北大荒可转债募集资金投向变更情况

原计划项目	拟投入资金	变更金额	变更后投向	影响
米业公司优质大米加工技改项目	24 020万元	24 020万元	补充流动资金	年减少财务费用1 664.58万元
米业公司年产8 000吨米糠蛋白项目	12 010万元	12 010万元	与韩国希杰第一制造糖株式会社合资建设“米糠深加工”项目	根据公司的公告称，项目总投资收益率可达22.09%；2009年内完工达产并产生效益的可能性很小。
米业公司迎春制米厂年综合加工30万吨稻谷技改项目	9 002万元	2 300万元		

资料来源：中信建投证券研发部

土地流转相关执行政策的出台，对北大荒只能带来名义上的利好，而无实质的影响。我们看好的北大荒，在于宏观经济面临下滑的背景下，公司业绩能保持稳定增长的稳健品质。我们预计公司2009、2010年的EPS为0.45元、0.51元，给予公司“增持”评级

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、双汇发展——猪价下跌提升公司盈利能力

生猪价格下降有利于提高公司毛利率。随着2008年生猪价格的回落，公司的毛利率水平有所回升。前3季度毛利率达到10.06%，较二季度提高了1.44个百分点。我们预计2009年生猪价格仍将维持下降走势，这对于公司来说是利好。

公司高温肉向中高档产品方向发展，不断提高低温肉制品发展能力。低温肉是今后消费的发展方向，公司在这方面加大了投入。股份公司2007年在工业园新建的100吨低温肉制品项目已经投产，可增加产量3万吨，公司还计划大力拓展长三角地区的市场，计划将上海低温肉制品的产能由目前的150吨/天改造到400～500吨/天。

随着追求健康消费的趋势，肉类企业渠道面临转型。双汇发展在销售渠道上大力拓展。以前公司依靠农贸市场等低档渠道，已经难以满足现在人们快节奏的生活和对健康安全的要求，现在公司大力拓展商超、店中店、酒店餐饮、大型加盟店等高端渠道。目前公司有在3 000家商超里面有铺点、有10 300家特约店（打算再建2 000家），公司所具备的强有力的销售能力必将助推公司2009年业绩的增长。

公司的产品作为大众消费品，具备较好的需求稳定性，受2009年整体宏观经济下滑的影响较小。我们预计公司2009年、2010年的EPS分别为1.45元、1.84元。给予“买入”评级。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

旅游：需求下降，首选低负债龙头股

内忧外患，旅游需求持续下降

我国旅游业在汶川大地震等自然灾害及全球金融危机的冲击下游客接待量出现持续下降的趋势。世界旅游组织和国家旅游局均对未来旅游市场需求萎缩表示高度担忧。从企业层面来看，形势也不妙。旅游上市公司2008年第3季度(7～9月)的营业收入同比下降11.8%，归属于母公司所有者的净利润同比下降31.8%，收入和利润的下降幅度均在扩大。

旅游行业可能成为本次经济危机中影响相对较小的领域

我们认为，在此次经济危机中旅游行业将成为受冲击相对较小的行业。这是因为以下三个方面的原因。第一，旅游已经成为一种生活方式。要想让老百姓取消或改变旅游消费，可能性不大。第二，“4万亿元投资”政策将在三个方面对旅游行业产生积极影响，加快行业景气度的回升。第三，影响我国旅游行业供求关系的驱动因素正在进一步改善，其驱动力有加强的趋势。

选择低负债率、高分红率的龙头股

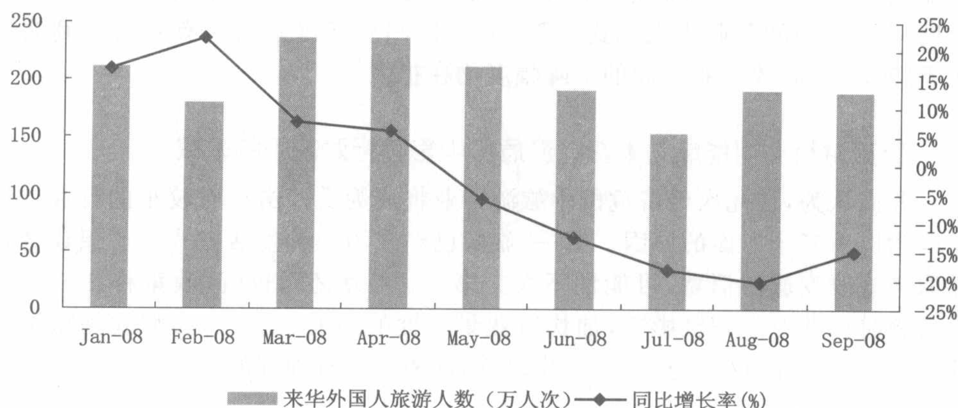
我们认为，此次金融危机已经逐渐演变成经济危机，旅游行业不可避免地受到冲击。什么样的企业能够度过寒冬？我们认为，那些负债率低、总运营成本小的龙头企业胜出的概率大。从投资的角度来看，还得加上高分红率、低市盈率、低市净率等多维指标来考量。我们认为，投资人可重点关注的优质旅游股有：锦江股份、黄山旅游、金陵饭店、首旅股份。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内忧外患,旅游需求持续下降

一、2008 年自然灾害频发,游客接待量持续下降

2008 年是我国自然灾害比较严重的一年。年初,我国南部地区受到罕见的冰雪灾害袭击,接着是 5 月份的四川汶川的 8.0 级特大地震,以及 6 月份的南方洪涝灾害。这些自然灾害对老百姓的外出旅行带来极大不便,旅游市场受到重创,各旅游公司游客接待量急剧下降。



资料来源:国家旅游局

图 1　2008 年 1～9 月来华外国人旅游人数及增长率

从图 1 中,我们可以清晰地发现,自然灾害(尤其是汶川大地震)对旅游市场的冲击是非常大的。2008 年 5 月份,来华外国人旅游者人数为 212 万人次,同比下降 6%;6 月份,来华外国人旅游者人数同比下降 12%;7 月份,来华外国人旅游者人数同比下降 18%。8 月份,北京奥运会开幕,但是期待中的奥运效应并没有出现,来华外国人旅游者人数同比下降 20%。9 月份,因奥运会举办而缩紧的签证政策开始松动,但是来华外国人旅游者人数仍同比下降 15%。随后,由美国次贷危机引发的全球性金融危机开始蔓延。为应对目前金融危机可能给旅游业带来的影响,联合国世界旅游组织决定成立一个复苏委员会,为各成员国提供准确的经济形势分析报告并在建立响应机制上给予帮助。国家旅游局局长邵琪伟近日也表示:这次金融危机与 1997 年的亚洲金融危机和 2003 年的非典疫情相比,对旅游业的冲击更猛烈、影响范围更大、持续时间将更长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、旅游上市公司业绩持续恶化

作为旅游市场的直接参与者，旅游上市公司直面腥风血雨，对市场的冷暖感受最为深切。沪深两市25家旅游上市公司2008年第3季度(7～9月)实现营业收入34.07亿元，比2007年同期下降11.8%；完成归属于母公司所有者的净利润4.04亿元，比上年同期下降31.8%。收入和利润的下降幅度均在加大(见表1)。

表1 旅游板块主要增长率指标

	2008年前三季度	2008年中期	2008年第三季度
营业收入增长率	－0.3%	7.1%	－11.8%
归属于母公司所有者的净利润增长率	－20.3%	－10.1%	－31.8%

资料来源：聚源数据

我国旅游行业可能成为本次经济危机中影响相对较小的领域

一、旅游已经成为一种生活方式

随着旅游在老百姓生活中的地位和作用日益突出，旅游消费支出在国民可支配收入中所占的比例越来越高。虽然在2008年受到自然灾害的影响，以及面对着金融危机浪潮的更多冲击，消费者选择趋于理性和谨慎，但国人旅游消费需求持续增长的趋势不会改变。在发达国家，旅游就像吃饭、购物一样，已经成为人们的一种生活方式。人们习惯于在年初的时候，将旅游度假作为生活的一个重要组成部分，纳入到一年的计划当中。作为新兴世界旅游大国，越来越多的国内旅游消费者已经开始利用年度带薪假期出门旅游。

二、"4万亿元投资"将加快旅游行业景气度回升

国务院总理温家宝2008年11月5日主持召开国务院常务会议，研究部署进一步扩大内需促进经济平稳较快增长的措施。会议确定了当前进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施。初步匡算，实施十项措施中的工程建设，到2010年底约需投资4万亿元。为加快建设进度，会议决定，2008年四季度先增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加安排中央投资 1 000 亿元，2009 年灾后重建基金提前安排 200 亿元，带动地方和社会投资，总规模达到 4 000 亿元。

我们认为，本次“4 万亿元投资”政策将在三个方面对旅游行业产生积极影响。

第一，加快基础设施建设有利于景区“易达性”的提升。“十大措施”中的第三条是加快铁路、公路和机场等重大基础设施建设。这项措施对旅游行业的影响最直接。目前，我国已经拥有一个世界上规模最大的国内游市场。2007 年，我国国内游人数达到 16.10 亿人次。长期以来，景区“易达性”成为我国旅游行业发展的瓶颈，本次国务院再次重申加快基础设施建设，尤其是安排西部干线铁路和中西部干线机场、支线机场建设，大大提升这些旅游资源丰富的地区之“易达性”。

第二，加快结构调整，支持服务业发展。“十大措施”中的第六条是加快自主创新和结构调整，支持高技术产业化建设和产业技术进步，支持服务业发展。实际上，早在 2007 年 3 月，国务院就颁布了《关于加快发展服务业的若干意见》。这是党中央、国务院立足新时期我国经济社会发展全局，加快转变经济增长方式、促进经济结构战略性调整、全面提升综合国力而做出的重大战略决策，是贯彻“扩大内需、促进消费”这一我国经济发展长期战略方针和基本立足点的重大举措，是全面推进我国服务业加快发展的纲领性文件。可以预期，随着我国经济的不断发展，人民群众收入水平的进一步提高，我国旅游行业将迎来快速发展的黄金时期。

第三，解决后顾之忧，增加可选性消费支出。其他扩大内需的政策目的，一言以蔽之，则是解决老百姓的后顾之忧。这势必改善居民的消费倾向，增加可选性消费支出比例。这对正从地震等自然灾害影响中复苏的旅游行业来说，无疑是“雪中送炭”。我们认为，本次政策出台之后，将加快我国旅游行业景气回升的步伐，我们初步判断，2009 年 6 月份，我国旅游行业将全面恢复，重回增长轨道之中。

三、旅游市场供需驱动力呈现加强的趋势

我们认为，我国旅游市场的需求量非常大，而且影响行业供求关系的驱动因素正在进一步改善，其驱动力有加强的趋势。

我们先看来自需求方面的驱动因素。需求方的因素主要是两个，一是有钱，二是有时间。“有钱”可以从人均可支配收入或者人均 GDP 来考察。2007 年，我国人均 GDP 已经达到 2 460 美元。中国经济正处于高速发展阶段，人均

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

GDP 只会越来越高，中国消费者的“钱袋子”只会越来越“鼓”，中国旅游者的出游率将会提升，人均消费金额也将增加。“有时间”可以从国家的休假制度来考察。《国务院关于修改〈全国年节及纪念日放假办法〉的决定》（国务院令第 513 号）和《职工带薪年休假条例》（国务院令第 514 号）自 2008 年 1 月 1 日起一同实施。从 2008 年开始，我国全年公共假期将达到 115 天，公共假期将近占到全年时间的 1/3；而且，单位职工连续工作 1 年以上的，享受带薪年休假，职工在年休假期间享受与正常工作期间相同的工资收入。这次制度安排，虽然取消了“五一”长假，对长途旅游需要有些许不利影响，但是五个三天的“小长假”（元旦、清明、国际劳动节、端午、中秋）的形成对中短途旅游需求的提振是非常有利的，更重要的是带薪年休假制度的落实使得旅游者可以更加人性化地安排家庭及个人活动，从而激发中短途旅游需求尤其是长途旅游需求。

我们再看来自供给方面的驱动因素。供给方的因素主要是两个，一是基础设施的改善使得旅游活动更加舒适和便捷，二是旅游行业得到政府政策的大力扶持。随着国民经济的不断发展，我国基础设施尤其是公共设施不断改善，旅游目的地的易达性不断提高，旅游活动更加便捷。一方面经过多年的大规模投资，我国公路、铁路和民航交通运输得到了长足发展，交通条件和环境的改善为旅行社业务的快速发展提供了保证。另一方面酒店数量的增加与服务的改善也推动了旅游事业的发展。国家旅游局的统计数据显示，2000～2006 年中国星级酒店数量由 6 029 家增加到 13 378 家，年均增长率基本维持在 10%左右，中档酒店数量不断增加，经济型连锁酒店发展迅速，国内国际品牌都计划大规模铺设网点，这都将对旅行社业务的发展起到正面作用。

我国正从旅游大国向旅游强国迈进，旅游行业得到各级政府的大力扶持。除了在国际交流和国际合作中扮演重要角色之外，旅游业在扩大内需、增加就业、促进区域间经济和社会协调发展等方面发挥了积极的作用，并得到政府和社会各界的普遍重视。前文所述的《关于加快发展服务业的若干意见》的出台，为我国旅游业的发展带来了新的重要机遇，也提出了新的更高要求，对指导和推进新时期我国旅游业的发展具有重要意义。

选择低负债率、高分红率的龙头股

我们认为，此次金融危机已经逐渐演变成经济危机，旅游行业不可避免地受到冲击。联合国世界旅游组织最新发布的全球旅游业景气报告称，受 2008 年年初石油价格上涨以及近几个月来世界经济下滑的影响，国际旅游业从 2008 年 6 月份开始增速明显放缓。但是，与建筑、房地产和汽车等行业相比，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国际旅游业抵御危机的能力相对较强。我们认为，旅游行业可能成为本次经济危机中影响相对较小的领域。

什么样的企业能够度过寒冬？我们认为，那些负债率低、总运营成本小的龙头企业胜出的概率大。从投资的角度来看，还得加上高分红率、低市盈率、低市净率等多维指标来考量。我们认为，投资人可重点关注的优质旅游股有：锦江股份、黄山旅游、金陵饭店、首旅股份。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

零售:消费增速放缓,零售业难以独善其身

行业景气下行拐点已现

城乡居民收入及消费支出已经连续三季度出现放缓;限额以上批发零售贸易企业商品零售总额名义增速及实际增速自2008年8月以来连续3月出现放缓。部分零售业上市公司2008年第三季度单季度收入及净利润增速也出现较为明显的放缓迹象。10月份,屡创历史新高的社会消费品零售总额的名义及实际增速也开始出现放缓的势头。种种迹象表明,零售业行业景气度即将进入下行空间。

2009年行业增速面临放缓压力,但不会出现衰退

对历史数据的实证研究结果表明,我国社会消费品零售总额增速与城乡居民的可支配收入及消费支出增速具有较强的相关性。城乡居民可支配收入及消费支出增速的放缓对消费的制约作用在2009年将表现得更加明显。但是,由于"由俭入奢易,由奢入俭难"消费特质、我国居民较高的储蓄率以及政府有望出台一系列扩大居民消费和内需的措施,我国社会消费品零售总额仍将维持15.5%左右的增速,零售业不会出现像西方发达国家一样的衰退。

三类个股的投资机会值得关注

现金充裕、资产负债率较低,并且有望实现低成本快速扩张的公司,建议关注苏宁电器、步步高、银座股份;具有较强的区域竞争优势以及优秀的管理能力,且未来面临大股东资产注入题材的公司,建议关注新华百货;一些总市值下跌至10亿元以下,且具有一定区域竞争优势的零售公司,在其总市值接近或者低于重置成本时,可能会出现战略性的买入机会,建议关注南京中商、友好集团以及开元控股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

零售业行业景气下行拐点已现

一、社会消费品零售总额增速高点回落

雪灾、地震等自然灾害并没有对前3季度整体的社会消费品零售总额增长产生较大的负面影响，其在前3季度依然保持十分强劲的增长势头，扣除物价因素影响后的实际增速自2008年2月份以来率创年内新高，并与城乡居民收入和支出增速放缓的局面形成鲜明对比。但是，社会消费品零售总额单月名义及实际增速在10月份开始出现高点回落苗头。10月份社会消费品零售总额达到1.01万亿，同比名义增长22%，扣除物价因素影响后实际增长17.31%，分别比上月同比增速下滑1.2个百分点和0.47个百分点。

二、限额以上批零贸易企业商品零售额增速连续三月下滑

从限额以上批发零售贸易企业零售总额增速来看，其在2008年1～7月份也维持了超过28%的月均增速。但自8月份开始，其名义和实际增速均开始出现下滑势头，9月份的名义增速和实际增速分别下滑至23.95%和18.5%，分别比2007年同期下滑3.56个百分点和1.56个百分点，也比2008年7月份的单月名义增速和实际增速分别下滑5.56个百分点和3.34个百分点。

10月份限额以上批发零售贸易企业零售总额名义增速下滑至18.4%，实际增速下滑至13.85%，分别比9月份下滑5.6个百分点和3.9个百分点，下滑幅度比9月份更加明显。分产品类别看，与百货业态零售额高度相关的服装、鞋帽、纺织类商品，化妆品以及金银珠宝销售同比增速分别达到18.7%、14.5%和30.6%，比9月份同比增速分别下滑9.3个百分点、13.9个百分点和4.9个百分点，比2007年同期增速分别下滑13.9个百分点、17.6个百分点和6.9个百分点。与超市业态零售额高度相关的食品、饮料、烟酒类商品以及日用品销售同比增速分别达到13.7%和12.4%，比9月份同比增速分别下滑3.9个百分点和5.5个百分点，比2007年同期增速分别下滑10.7个百分点和15.1个百分点。家用电器及音像类商品的销售同比增速由9月份的30.3%大幅下滑至0.8%，比2007年同期增速下滑29.7个百分点。通信器材类商品的销售则出现同比负增长，由9月份的7.7%下滑到－7%，比2007年同期增速下滑15.5个百分点。

我们认为，限额以上批发零售贸易企业的销售额虽然在社会消费品零售总额中的比重只有32%左右，占整个批发零售贸易行业的零售总额也只有37%，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但其在很大程度上可能反应我国大、中型零售企业的整体销售增速已经自8月份以来连续3月出现了增速下滑势头。

三、城镇居民收入和消费支出增速持续放缓，但放缓幅度逐步缩小

2008年前3季度，我国城镇居民可支配收入达到11 865元，同比名义增长14.68%，增速比2007年同期下降2.91个百分点；扣除物价上涨因素后实际增长7.48%，增速比2007年同期下降5.7个百分点。我国城镇居民前3季度的消费支出达到8346元，同比名义增长14.68%，增速比2007年同期下降1.25个百分点；扣除物价上涨因素后实际增长7.48%，增速比2007年同期下降0.18个百分点。与一季度及上半年累计数据相比，前3季度累计城镇居民的可支配收入和消费支出增速虽然延续了2008年以来的放缓局面，但同比增速放缓的幅度逐步缩小。这也说明2和3季度单季的收入和支出增速正在逐步恢复，但是收入增速恢复的幅度小于消费支出增速恢复的幅度也可能制约消费支出的进一步增长。

四、农村居民收入和消费增长快于城镇，但农村居民收入3季度已现放缓势头

2008年前3季度，我国农村居民现金收入达到3 971元，同比名义增长19.59%，增速比2007年同期下降0.64个百分点；扣除物价上涨因素后实际增长11.04%，增速比2007年同期下降3.79个百分点。我国农村居民上半年现金消费支出达到1 485元，同比名义增长15.52%，增速比2007年同期上升1.62个百分点；扣除物价上涨因素后实际增长6.41%，增速比2007年同期下降3.54个百分点。从城乡比较来看，2008年以来我国居民前三季度的现金收入和现金消费支出的名义增速及实际增速均高于城镇居民可支配收入及消费支出的名义增速及实际增速。这充分显示在国家对农村实行税费改革、农业补贴、义务制教育“两免一补”以及新型农村合作医疗等多种惠农政策的推动下，农民的收入和消费出现了同步增长的局面，农村居民消费正在逐步崛起，我们预计农村居民消费支出增速快于城镇居民消费支出增速的这种状况在未来仍将持续。

但是，农村居民2008年前3季度现金收入名义增速与2007年同期增速相比下滑0.64个百分点，是2008年以来首次出现名义同比增速下降。另外，农村居民现金收入实际增速与2007年同期相比的下滑幅度也在逐步扩大。这说

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明农村居民收入的增长有可能也面临放缓的势头。而且随着东部沿海地区以出口为导向的劳动密集型企业经营状况的恶化，大部分农村进程务工人员的失业也可能对农村居民收入增长形成一定的制约。

五、上市公司3季度单季净利润同比增长仅10%

从3季度单季来看，零售业51家非ST公司整体营业收入同比增长22.77%，归属于母公司所有者的净利润同比增长10%。单季度综合毛利率达到17.95%，同比提升0.29个百分点；期间费用率达到14.11%，同比上升0.47个百分点，其中管理费用上升0.45个百分点。

虽然从行业整体盈利能力上，我们仍然看不出零售业上市公司受到了行业景气度下降的影响，但是对不同零售业态进行分析后，我们发现百货业态和专业连锁业态中的主要公司受到行业景气下降的负面影响仍然比较明显。

2009年展望：行业增速面临放缓压力，但不会出现衰退

由于次贷危机所造成的这次金融危机已经逐步向经济危机转变，西方国家的实体经济已经开始受到波及。近期，英、美等国家居民消费出现衰退，导致零售行业业绩下滑的情形也加剧了人们对我国居民消费以及与此密切相关的零售行业未来业绩下滑的担忧。但我们认为，虽然我国国民经济增速放缓所造成的居民收入和消费支出增速放缓对消费的制约将逐步显现，在此影响下的零售行业将面临增速放缓的压力，但是不会出现衰退。我们宏观经济研究员预计我国批发零售贸易行业社会消费品零售总额2009年仍将维持15.5%的名义增速。

一、居民收入增速放缓对消费的制约将逐步显现

居民收入的增长是消费增长的源头活水，决定着居民消费支出以及社会消费品零售总额的增长速度。根据我们对我国1981年以来的数据进行统计分析，我国居民可支配收入和消费性支出的名义及实际增速与社会消费品零售总额的名义及实际增速具有较高的正相关性。居民可支配收入和消费性支出的名义及实际增速出现持续下降的局面时，社会消费品零售总额的名义及实际增速也会相应放缓。

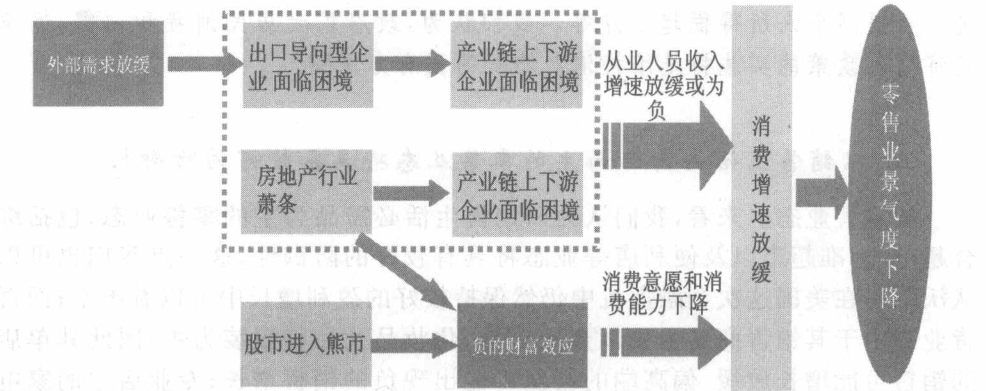
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 1　居民可支配收入及消费性支出增速与社会消费品零售总额增速的相关系数

	社会消费品零售总额名义增速		社会消费品零售总额实际增速
居民可支配收入名义增速	0.77	居民可支配收入实际增速	0.33
居民消费支出名义增速	0.90	居民消费支出实际增速	0.64

资料来源：CEIC BLOOMBERG，中信建投证券研发部

2009 年，随着国际金融危机对欧美等发达国家的实体经济影响的进一步加剧，我国的外部需求环境很难发生改观，这就决定了以出口为导向的企业以及对其有较强依赖度的产业链上游企业将面临经营困境。另外，国内房地产行业的萧条在 2009 年也将难以有所改观。我们认为，这些不利因素都将使得我国的居民收入在 2009 年面临进一步增长放缓的压力，其对消费的制约作用将在 2009 年逐步显现，反应国民整体消费状况的社会消费品零售总额增速将放缓，从而对零售行业的景气度产生负面影响，使其增速面临放缓的压力。



资料来源：中信建投证券研发部

图 1　产业景气度简易传导机制

二、行业增速面临放缓压力，但不会出现衰退

虽然零售业以及整个消费行业在 2009 年都将面临增速放缓的压力，但我们认为不会像欧美等发达国家出现衰退，其理由包括：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(1)我国居民较高的储蓄率将保障其维持现有消费水平。俗话说“由俭入奢易，由奢入俭难”，当不到万不得已的时候，一般人是不愿意去压缩其消费支出的。欧美等发达国家居民低储蓄率以及以借贷为主的提前消费模式决定了其在经济出现增速放缓或衰退时，由于获得消费信贷的难度加大以及对未来收入的下降所导致的对还贷压力增加的担忧迫使其不得不压缩现有的消费，结束这种超前消费的模式，从而对当期的消费产生很大的负面影响。但是，我国一直是一个居民储蓄率较高，而消费率偏低的国家，消费模式相对保守而稳健。由于较高的储蓄率，收入增速的放缓不会对其现有的消费模式产生较大的冲击，其原有的大部分消费支出仍将保留，而且可能会用存款来维持已有的消费水平。

(2)政府有望出台一系列扩大居民消费和内需的措施。长期以来驱动中国经济增长的投资、出口和消费这三驾马车中，出口由于外部需求的放缓而陷入停滞，投资也由于房地产行业的萧条而面临放缓。政府为了维持经济的增长，目前除了加大铁路等公共设施建设投资力度外，拉动内需无疑成为其最好的一个选择。目前，财政部官员也在多个场合表示，今后财政政策将着力扩大内需，保障民生，重点向新农村建设、社会保障事业以及困难地区和群众倾斜。2008年11月5号召开的国务院常务会议已经明确提出将宏观调控政策调整为积极的财政政策和适度宽松的货币政策，并在2010年前安排4万亿资金强力启动内需，促进经济增长。我们预期政府将继续出台相关具体措施，这些措施可能包括继续加大对“三农”投入、改善中小企业的融资环境、推进增值税转型改革、进一步提高个人所得税起征点等。我们认为，政府扩大居民消费和内需、保障经济增长政策的实施将是维持消费增长的强有力保障。

三、以销售生活必需品为主的零售业态将具备较好的防御性

从零售业态上来看，我们认为以销售生活必需品为主的零售业态，包括综合超市、标准超市以及便利店等业态将具有较好的防御性，这一点我们也可以从沃尔玛在美国这次金融危机中仍然保持较好的盈利增长中可以看出来；而百货业态由于其销售商品主要以金银首饰、化妆品及品牌服装为主，因此其单店的销售可能增长放缓，偏高端的甚至可能出现负的销售增长；专业店中的家电连锁由于其销售的产品主要以黑、白家电为主，其销售增长情况将与房地产行业的景气情况高度正相关。如果北京、上海等一线城市的房地产行业2009年成交依然清淡，那么国美、苏宁等家电连锁巨头在一线城市的单店销售业绩可能面临较大的下滑风险。

四、零售业上市公司净利润增速可能低于收入增速

居民消费增速的放缓也将对零售业上市公司的业绩增长带来较大的压力，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目前已经有部分零售业上市公司3季度单季的收入增速明显放缓，期间费用率显著上升。4季度虽然是消费的旺季，但我们发现2008年4季度以来，我们重点关注的零售业上市公司打折、促销力度明显加大，这将难免造成公司各项费用的上升以及毛利率水平的下降。我们预计随着销售难度的加大，零售业上市公司2009年的可比门店毛利率面临下滑的风险，期间费用率面临上升的风险。以单体店为主要利润来源的百货类上市公司以及不具有区域竞争优势的超市类上市公司可能面临较大的经营风险。受此影响，零售业上市公司的净利润增速可能低于营业收入的增长速度。我们预计2009年51家非ST零售业上市公司的营业收入增速将由2008年的25%下滑到18%，归属于母公司所有者净利润的增速将由2008年的27%下滑到15%左右，均将处于2003年以来历史较低水平。

但是，我国零售业上市公司占批发零售贸易行业零售总额的比重仍然很低，未来仍然面临较大的外延式扩张空间。我们认为行业增速的放缓对于现金充裕、管理能力卓越、扩张能力强的零售业上市公司而言是一个绝佳的外延式扩张机会。部分零售业上市公司可能通过直接兼并收购或者通过二级市场举牌的方式掀起新一轮行业并购重组高潮。

行业评级及投资策略

一、下调行业评级至“中性”

虽然我们长期看好中国的消费增长以及零售行业的长期发展，但是由于宏观经济增速的放缓以及消费增速的下降，零售业上市公司在2009年也难以独善其身，其销售收入增速将面临放缓的局面。同时，公司为了维持销售增长，商品打折和促销力度必然加大，销售费用会增加，销售毛利会大幅增加，从而净利润增速可能会出现比销售收入更大幅度的下降。另外，考虑到零售业整体的PE水平相对于A股整体仍存在50%以上的溢价，且仍处于1994年以来的平均估值溢价水平之上，存在估值溢价水平下降的风险。因此，我们将零售业行业评级由“增持”下调为“中性”。

二、投资策略：精选个股，择机买入

在子行业的投资策略上，根据受到消费增速放缓冲击程度的不同，我们建议按照超市连锁业态、百货业态以及专业店业态的顺序选择进行配置。在具体投资品种的选择上，我们认为投资者可以重点关注以下三类公司，并选择合适的时机买入：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(1)现金充裕、资产负债率较低，并且有望实现低成本快速扩张的零售类公司。此类公司中，我们建议关注苏宁电器、步步高和银座股份等。

(2)具有较强的区域竞争优势以及优秀的管理能力，且未来面临大股东资产注入题材的公司。此类公司中，我们建议新华百货。

(3)一些总市值下跌至10亿元以下，且具有一定区域竞争优势的零售公司，在其总市值接近或者低于重置成本时，可能会出现战略性的买入机会。此类公司中我们建议关注南京中商、友好集团和开元控股等。

另外，我们建议在投资品种的选择上回避没有区域竞争优势的超市连锁类公司、单体经营的百货类公司以及定位以高端为主的百货类公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

服装零售:投资时尚、平价折扣类服装企业

工资刚性难以为继,2009年实际收入增速存在较大的下行风险

虽然从2008年前三季度来看,我国居民的实际可支配收入增速较2007年的增速大幅下滑,但我们从单季的分析来看,已经连续两个季度开始出现回升,但在未来两年GDP下行的宏观环境下,实际收入上涨只是暂时现象,居民可支配收入下降幅度将超过CPI下行的幅度,未来实际收入增速存在较大的下行风险。

服装业未来两年增速将高位趋缓

截至2008年第3季度我国服装零售额达到2 652.2亿元,同比增长了25.9%。我们测算,服装消费与居民可支配收入消费相关系数达到94.56%。因此居民可支配收入增速很大程度上决定了服装消费增速,服装消费未来两年增速也将随之下滑,但我们测算增速不会低于10%,零售渠道不低于15%。

时尚、服装折扣以及风格独特的服装企业有望走出独立行情

我们对美国2000～2002年经济下滑是各类服装企业的表现进行了回顾,发现有三类企业在此期间走出了独立的行情,第一类是以Chico's Fas为代表的时尚服饰;第二类是以Ross Stores和TJX Companies为代表的名品折扣店;第三类是以Hot Topic为代表的风格独特的服装企业。我们认为这三类企业代表了经济下行期间投资者应重点关注的投资品种。

A股市场重点关注美邦服饰、七匹狼和报喜鸟

我们认为美国市场的经验同样适合A股市场。我们上调了美邦服饰2009、2010年的业绩预期,维持原先30元的目标价和增持评级。首次给予报喜鸟增持评级和14.4元目标价。下调七匹狼2009盈利预期到0.73及2010年到0.89,维持之前2008年0.57 EPS的预期。维持公司增持评级,给予2009年20 PE,目标价14.6元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济周期放缓，服装业增速高位趋缓

一、中国经济减速，居民实际收入增速前景堪忧

作为消费行业的重要领先指标，居民实际可支配收入一直是观察消费行业的首选指标。我们测算，我国实际 GDP 增速增加 1%，可以带动居民实际可支配收入增速增加 0.4%。2007 年中国实际 GDP 同比增长 11.93%，创下 1995 年来的历史最高点；2008 年前 3 季度我国实际 GDP 同比增长 9.9%，实际可支配收入增长 7.08%，较 2007 年末大幅下滑。中国经济发展速度减缓使得居民的可支配收入增速大幅下挫。

季度分析来看，2008 年第 3 季度居民的实际可支配收入以及实际工资增速出现了反弹，可支配收入增速已经连续两个季度保持 9%以上增长。我们分析这主要得益于我国 CPI 的下行，从名义可支配收入增速来看，2008 年第 2 季度达到 18%的最高增速，第 3 季度同比增长 15.4%，增速已经出现回落。

由于我们对中国经济未来两年 GDP 增速持悲观态度，因此预计这实际工资增速以及实际可支配收入将继续放缓。我们判断中国居民实际可支配收入的增速 2008 年约为 7%；2009 年进一步下降到 6%左右的增速，是自 1998 年以来的最低增速。

二、服装零售增速将高位趋缓

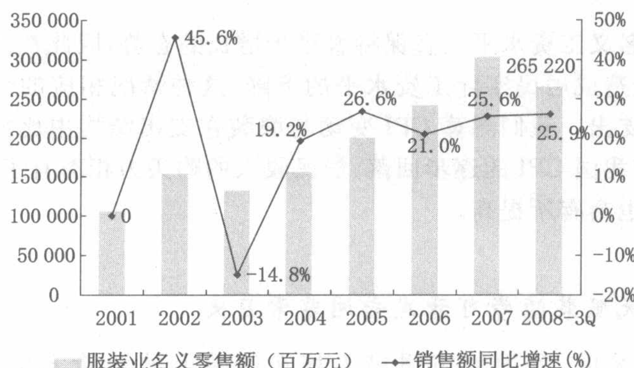
首先需要说明的是这篇报告研究的对象主要是针对服装零售业，不包括服装批发，这主要是由于我们重点关注的上市公司均为从事服装零售的企业。截至 2008 年 3 季度我国服装零售额达到 2 652.2 亿元，同比增长了 25.9%，增速仍保持较快平稳。以 2000 年服装价格为基准衡量的服装价格指数一直处于下滑状态，与 CPI 指数形成了明显的剪刀差，过度的竞争使得商品价格一路下滑。

通过对季度名义服装零售额经过服装价格指数的平减后，我们发现服装行业实际零售额增速与我国城镇家庭实际可支配收入的增速具有较强的正相关性，经测算 2001 年以来两者相关性高达 94.56%。我国的城镇家庭实际可支配收入自 2007 年 1 季度达到 16.3%的高峰后就开始逐季回落，2008 年一季度我国居民的实际可支配收入同比仅增长 3.2%（以 2000＝100 为基期计算的 CPI 平减指数计算），同期我国 CPI 高达 8.3%。

居民实际可支配收入的下降也带动了服装消费支出的下行，2008 年第 1 季度和第 2 季度，实际服装消费支出同比增速 11.4%、10%；我们注意到在可支配收入逐季回落时，服装的消费仅在 2007 年第 4 季度这一传统消费旺季增速

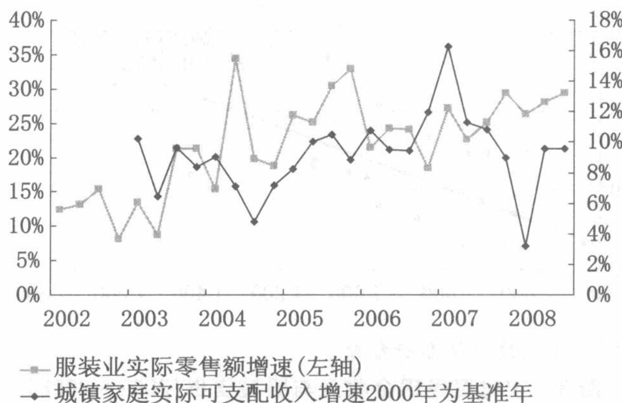
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出现回升，随后开始回落。从2002年到2008年的数据区间看，实际可支配收入对服装消费支出有决定作用，实际消费支出又随之决定了服装业的实际零售额增速。



资料来源：CEIC，中信建投证券研发部

图1　内销服装名义零售额



资料来源：CEIC，中信建投证券研发部

图2　实际可支配收入与服装零售额增速比较

服装零售额在过去的4个季度中增速一直保持在25%以上，第3季度服装名义零售额806.9亿，同比增速27.7%，实际增速达到29.3%，较2007年的25.1%的增速提高了4.2%，这个增速是选取的2002～2008数据区间的同期第二高点。但根据国家统计局2008年10月份公布的最新数据显示服装类增长20.3%，这个增速相比第3季度已经明显回落。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

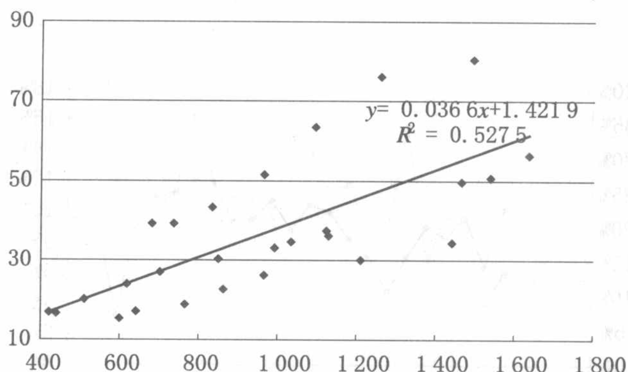
服装行业具备长期投资的基本面

一、CPI 回落有利于提高居民结构中服装的支出比重

我国居民的名义工资水平一直保持着稳步增长的态势，因此在通货膨胀高企的期间，往往会造成居民实际工资水平的下降，这种情况相应的会挤压居民在服装消费上的支出。我们测算 CPI 变动与服装在支出结构中比例变动系数为－0.438。随着我国 CPI 的逐步回落，居民收入的购买力相对有了提高，在服装上的支出比例也会有所提高。

二、农村居民服装消费可开发空间非常巨大

2008 年第 3 季度，我国城市居民人均在服装上的消费 839 元，增长是 10.58%，农村为 149.6 元，同比增长 9.64%。



资料来源：CEIC，中信建投证券研发部

图 3　农村居民现金收入与服装支出(2002～2008)

我们对城市居民和农村居民的实际收入与服装消费支出进行了回归分析，城市居民实际可支配收入提高 1 元，需要在服装上花费约 0.14 元，对比而言我国农民现金收入提高 1 元在服装上的花费仅仅为 4 分钱，农村居民的消费能力没有开发出来，远远低于城市居民的水平。就绝对数额而言，城市居民人均每季度花费在服装上的钱是 253 元，用服装价格指数平减后是 283 元(2006 年至今)，而同期我国农村居民 46.32 元，仅为城市居民的 16%。但就农村的现金收入和城镇家庭可支配收入比例为 1∶2.78(2007 年数)，也就是说农村居民的收入中用于服装的比例要远远低于城市居民。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、服装作为生活必需品也具备良好的防御性

从2002年到2008年服装在城镇居民消费结构中平均占比是7.84%；农村居民占比是4.58%，无论是在经济上涨还是下行期间，这一比例基本保持相对稳定。变化的只是居民在消费服装的档次上的变化，因此服装类股票在经济下行期间具备良好的防御性，我们将在这篇报告的下一章将用案例来说明。

四、关注减税、增收和刺激消费等政策的出台和影响

目前已经出台的增值税转型方案，对于小企业的意义相对大于大企业，政策的导向旨在鼓励投资、鼓励自主创新、扶持中小企业，最终拉动内需。减税，尤其是提高个税起征点是我们关注的政策。个税起征点的提高对于增加可支配收入具有直接的作用，我们期待更多刺激消费的减税政策出台。

居民的高储蓄率使得消费具有很大的释放空间。2007年中国的储蓄总额高达国内生产总值(GDP)的51.2%，较2000年的37.7%上升13.5个百分点。发展中国家在经济增长起步之时，储蓄率快速上升是普遍现象，我国人口老龄化、灰色收入、收入分配不均以及居民预防意识较强对降低储蓄率有着负面影响。中国政府已经意识到高储蓄带来的一系列问题，政策的导向将更多的投入到收入分配制度改革、降低政府储蓄、扩大在教育、医疗、社会保障等社会性公共产品领域的投资、降低居民预防性储蓄、并鼓励上市公司分红以降低企业储蓄率。储蓄率的降低是个长期缓慢的过程，储蓄率降低释放出的大量消费能力将成为整个消费行业长期驱动因素。

五、服装业未来两年仍能保持10%以上增长，零售渠道增速高于15%

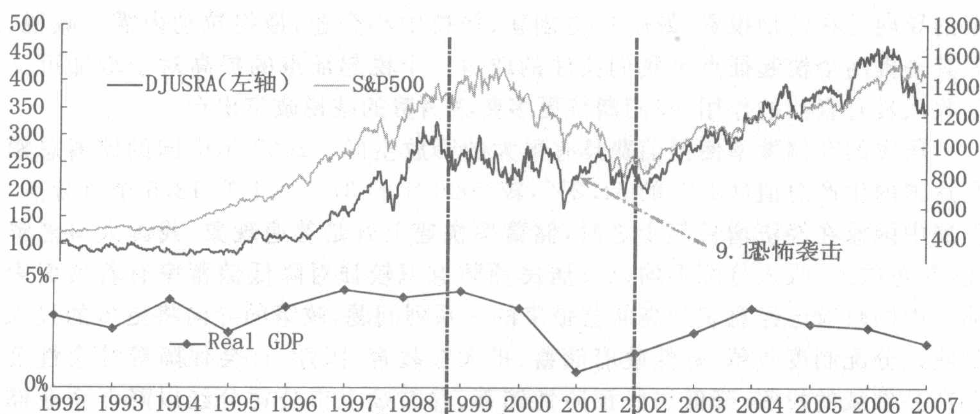
2007年我国国内规模以上服装企业(零售＋批发)的总销售额达到7 416.7亿元，2008年行业总销售额达到8 672亿元规模，同比增长16.92%；其中零售额达到3 707亿元，同比增长22.6%，行业的渠道加速向零售渠道转变。在过去的3年中，批发渠道占总销售的比重一直下降，2008年第3季度下降到57.25%，我们预计这一趋势仍将延续，在未来两年服装零售业的增速将能保持在16%以上，2011年行业增速有望提升到25%，国内服装行业市场规模有望在2010年突破万亿大关，零售额达到5 000亿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2000～2002 年美国经济滑坡时服装企业的表现

一、绝大多数公司无法独善其身

在经济下行期间什么样的服装企业是我们投资的良好标的？我们认为最好的答案源于历史。由于中国的服装企业上市时间较短，且大多是外向型和以批发为主的企业，与我们的研究对象有较大的差距。因此，我们通过考察美国的服装类上市企业在经济下行中的表现，相信可以寻找到我们需要的答案。我们选取的是 2000～2002 年美国经济滑坡时的经济数据。



资料来源：Bloomberg，中信建投证券研发部

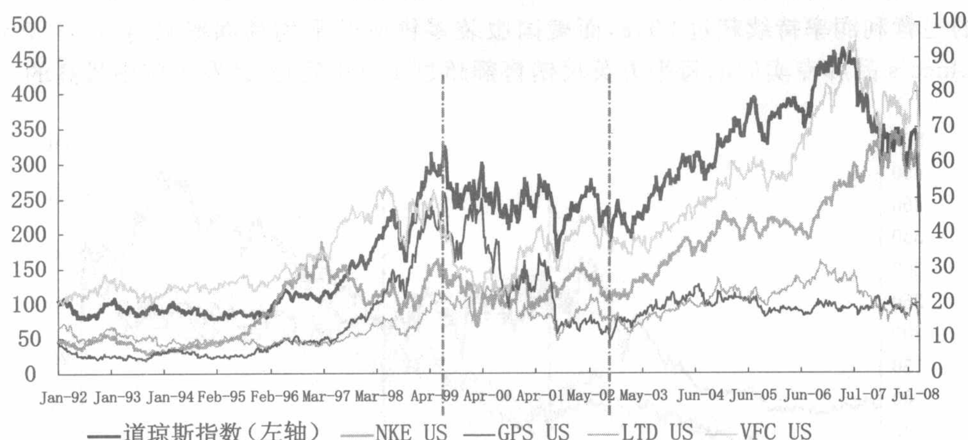
图 4　美国 2000～2002 年经济下滑与服装零售指数比较

2000 年美国新经济泡沫破灭，美国的实际消费支出在 2000 年第 1 季度达到 5.5%的峰值后平稳下行，并与 2001 年的第 3 季度见底，GDP 增速于 2001 年的第 4 季度见底。与此同时，美国股市从 2000 年 3 月的最高点一路开始下行，服装零售类企业在“9・11”后急剧下跌后反弹，道琼斯服装零售指数跌至 165.59 的两年来最低点。2001 年的美国实际 GDP 仅增长 0.8%，为 10 年来的最低点。为刺激经济复苏，布什政府于 2003 年 1 月份提出减税计划，5 月美国国会最终通过 3 828 亿美元的减税方案，随之，美国股市开始见底回升一路上涨，并持续到 2007 年次债危机的爆发。

在这前后 3 年的衰退时间内，我们考察了美国主要的服装企业上市公司在这期间的股价表现。选取的 VF、GAP、经营女性服饰的 Limited Brands 以及经营运动服装的 NIKE 公司。2007 年这 4 家公司 TTM 的营业额分别为 76 亿美元、154 亿美元、94 亿美元和 194 亿美元。我们发现，这四家公司在 2000～2002

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年期间股价均有所下滑，其并没有超越道琼斯指数，然而仔细研究我们仍可发现不同公司的特点具备的投资价值。



资料来源：Bloomberg，中信建投证券研发部

图 5　美国主要服装企业在经济下滑期的股价表现 1

实际上，在美国经济陷入衰退的 2001 年和 2002 年，美国最大的服装零售企业 GAP（GPS）以及拥有维多利亚秘密等著名女性服装品牌的 Limited Brands（LTD）营业收入均陷于停滞状态。

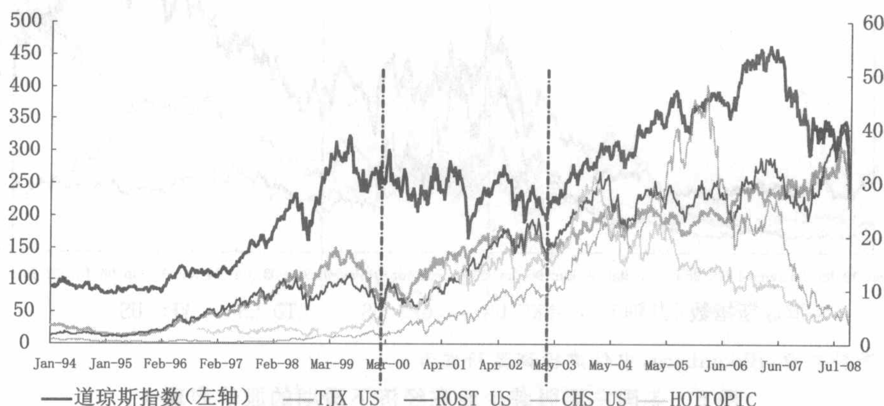
二、部分公司逆市上扬

虽然大部分公司无法抵御整体经济下行的压力，但仍有部分服装公司在上一次美国经济滑坡中逆市扩张，实现了业绩的爆发式增长。我们将这些公司归为两类：一类是时尚和具备鲜明特色的服装企业，如 Chico's Fas（CHS）和 Hot Topic（HOTT）；一类是名品折扣店，如 TJX Companies（TJX）和 Ross Stores（ROST）。Hot Topic 是专门销售青少年服装及音乐制品的零售连锁店，2000～2002 年间收入仍能保持 30%以上增长，净利润保持 20%以上增长；Ross Stores 是一家经营折扣服装，其销售商品的价格较百货店和服装专卖店的价格要便宜 20%～60%。我们选取在 2000～2002 年间最具代表性的两家公司 Chico's Fas 和 TJX Companies 来分析，这两家公司相比 Hot Topic 和 Ross Stores 更具典型意义。

女装零售商 Chico's Fas 在 2000～2002 年间收入的年复合增长率达到 43.08%，净利润更是达到了 53.37%，同时还保持着 10%以上的行业最高净利率，门店数量从 2000 年的 250 家增加到 2002 年的 378 家，2001 年公司当选美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国成长最快中小企业排行榜第6位，并连续多年再次入选。这家公司主要消费群体是35岁～60岁中高收入家庭女性，这些人大都在美国战后婴儿潮时期出生，具有很高的消费能力。Chico's服装采用的服装面料均为天然纤维，Chico's的运营利润率持续超过20%，而美国服装零售业的平均利润率只有3.5%，其Chico's品牌专卖店的每平方英尺销售额超过1 000美元，是专卖店中最高的。



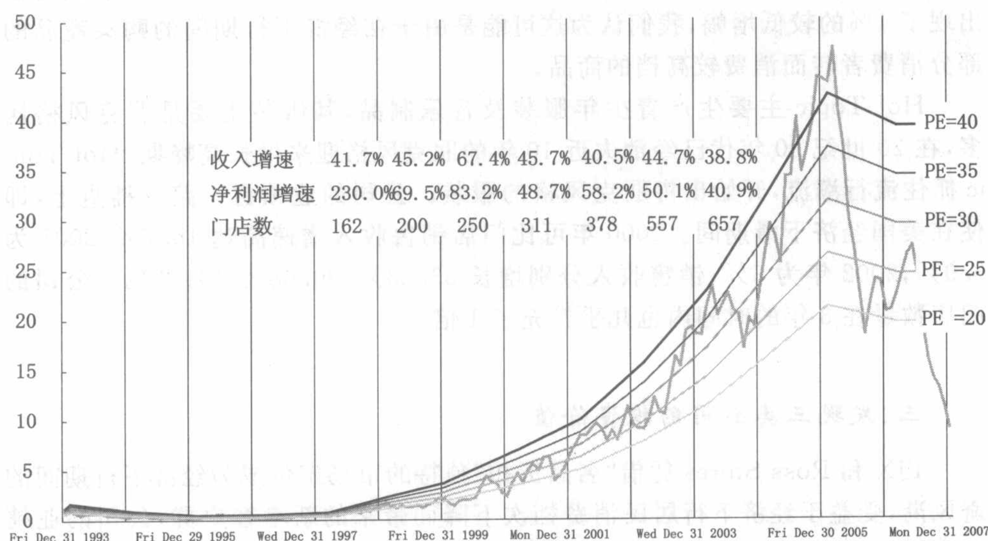
资料来源：Bloomberg，中信建投证券研发部

图6　美国主要服装企业在经济下滑期的股价表现2

Chico's Fas通过创新、在市场不景气时重新定位和为恰当的顾客提供恰当的产品这些竞争策略，在美国经济下行中依然保持了高速的增长。

TJX是美国最大的服装折扣零售商主要经营高品质但快过时的服装，如果说Chico's在2000年是处于高速成长期的股票，那么TJX可以说是步入成熟期的代表。2003年公司旗下有T. J. Maxx stores、Marshalls stores、A. J. Wright(前三种在美国经营)、Winners Apparel(在加拿大经营)、T. K. Maxx(在英国和爱尔兰经营)，其中最大的是T. J. Maxx品牌，美国市场占公司整体销售额的90%，2001年公司销售收入突破100亿美元，达到107.09亿美元，增长11.8%，净利润5亿美元，同比下滑了7%，这主要是由于公司减记了4000万美元的非经常性损益，如果扣除这一因素2001年公司的净利润增速仍达到了7.99%。我们可以看出，公司股价并没有受这一非经常性损益减记得影响。从销售收入增速上看，TJX公司的增速一直保持的很平稳，2000～2002年增速分别为8.9%、11.8%、11.9%，这一增速对于销售收入超过100亿美元的大型服装企业而言已经十分难得。受到成本上升和短期借款大幅增加的影响，2000年公司净利润增速放缓到3.1%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：公司公告，Bloomberg，中信建投证券研发部

图 7　Chico's Fas 在美国经济下滑期的业绩与估值表现



资料来源：公司公告，Bloomberg，中信建投证券研发部

图 8　TJX Companies 在美国经济下滑期的业绩与估值表现

但我们以可比门店（SSS）增速对比发现，在美国经济下滑的 3 年中，新经济泡沫破灭仅拉低了公司 SSS 增速 2%～3%，2001 年美国经济到达谷底，公司可比门店销售额同比仍增长了 2%，显示较强的稳定性。在随后的两年中，仍保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持3%的增长率。在美国经济已经恢复健康的2004年，公司的可比门店销售额出现了1%的较低增幅，我们认为这可能是由于在经济下行期间的购买商品的部分消费者转而消费较高档的商品。

Hot Topic主要生产青少年服装及音乐制品，其服装主要是朋克风格居多，在20世纪90年代已经消失近10年的朋克风格迎来增长高峰期，Hot Topic抓住流行潮流，开始出售朋克风格的服装。公司的业绩也一路扶摇直上，即使在美国经济下滑期间。2000年可比门店销售收入增速高达16.7%，2001为3.9%，2002年为5%；销售收入分别增长53.23%、30.68%、31.88%。公司的门店数量在3年的时间内也几乎扩充了1倍。

三、发现三类公司的投资价值

TJX和Ross Stores凭借“名品折扣”独特的市场定位成为经济下行期间的避风港，受益于经济下行居民消费档次下降而带来的新增客户群，公司的业绩不容易受到经济波动的冲击。这类企业可以成为良好的投资防御品种，其稳健经营的风格可以为投资者带来稳定的收益。

Hot Topic的成功更多的归功于对于流行潮流的把握，虽然公司在2004年以后的经营中由于费用控制的不力以及朋克服饰流行风格的退潮导致利润下滑，但可以给我们的启示就是服装类的企业具备走出独立行情的能力，对于流行时尚类的服装企业而言，业绩的驱动因素更多的来自于对潮流变化的把握能力，而不是经济大环境。

如果说TJX和ROST公司是依靠其特有的市场定位得以在逆境中生存，那么Chico's Fas的成功则更具研究价值和启示意义。Chico's Fas的成功更多归因于公司在市场营销、客户服务、定价策略以及风格定位上的一系列创新，使得公司在1998～2003年仅仅6年的时间，将公司的销售额从1亿美元增长到接近8亿美元的收入，成为服装零售成长最快的企业。虽然Chico's Fas在2006年后由于目标市场面临饱和以及新品牌尚未扶持造成业绩下滑局面，但回首过去的10年，Chico's Fas不愧是美国成长性最好的企业之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银行:压力是价值的试金石

2009 年银行业将面临诸多挑战和考验

2009 年严峻的国内外经济形势下,银行业承受着很大压力,利差收窄的效应将充分显现,银行中间业务高增长的局面将告一段落,经济下滑银行资产质量难以避免下降的趋势,信贷成本将上升,政府主导的大规模投资也可能成为未来不良资产的源泉,银行的治理水平同样面临考验。

利差缩小,银行能否顺利应对

据我们对银行业 2009 的资产收益及负债成本等因素测算,在央行在目前的利率水平上再进行 3 次左右每次 27 个基点的对称性降息的假定下,上市银行 09 年利差水平平均将在 2008 年末基础上继续下降 25～35 个基点。

各类银行信贷规模增长前景

2009 年大型银行经济减速环境下其贷款增长不太可能有超出一般时期过多的增幅。中等规模股份制银行普遍受到资本充足率和贷存比的制约,信贷扩张的步伐将继续放缓,但仍将高于大型银行。部分大型城市商业银行如北京银行目前贷存比较低,资本充足率高,将继续加快异地扩张步伐,贷款扩张的潜力较大。

经历完整的经济周期有助于夯实基础,给予中性评级

银行业作为中国复兴过程中的关键产业,其价值不会因正常经济周期的运行而发生根本变化,经历完整的经济周期有助于银行业夯实基础,从一个更高的起点出发。短期内,政府刺激经济的决心决定了银行业必须紧密配合政府的经济政策导向,净利差随着大幅度降息而快速收窄必然对于银行中短期的盈利能力产生一定影响,我们将银行业的评级从增持调整为中性。建议重点关注两类银行,一类是目前处于特殊发展阶段,受本轮国际国内经济下行影响较小,资产扩张能力较强的银行,如北京银行;另一类是具备相当资产规模,目前总市值较低,资产收益能力有较大提升空间的银行,如华夏银行、深发展。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2009年，面临诸多挑战的一年

一、严峻的国内外经济环境

世界万事万物从来不会无缘无故的存在和消亡，世界万事万物也从来不会无瓜无葛的孤立和静止。金融危机和经济危机总是相伴相成，你中有我、我中有你、一荣俱荣、一损俱损。自华尔街金融风暴加速爆发以来，信贷的紧缩在全球发力；欧元大幅贬值，“金砖四国”的金字招牌也黯然失色，美国、欧盟、日本三大经济体已经疲态尽显。原本可以寄予厚望的新兴市场国家却比发达国家在抵抗危机面前显得更为糟糕，资本的疯狂外逃使这些国家金融市场秩序混乱不堪，正常的经济秩序也受到了严重的打击。经济危机已经侵袭全球，未来几个月糟糕的实体经济数据将令投资者更受打击。

对于中国来说，要感谢金融市场没有自由化，要感谢中国庞大的经济体。可以坦然地说，次贷危机的冲击还不至于击垮中国经济，但是次贷危机造成的外围影响以及间接打击对于中国来说也是改革开放以来没有遇过的外部挑战。目前来说，中国经济面临着两个艰难的挑战。

第一，外部需求的萎缩以及汇率的急剧波动将对出口带来不可估量的影响。近期人民币随同美元的升值已经被动的对欧元及其他货币大幅升值，这给出口带来了新的冲击力，出口本来可以增加几个点的经济增长现在却可能出现负增长。更令人担忧的是外贸的萎缩带来两个负面影响，一个是国内产能的过剩；一个是失业人数的增加。

第二，过去几年，中国经济的两个大泡泡悬在政府的头上。如今股市泡泡已彻底捅破，而且破得面目全非，幸亏多数中国居民偏好把钱存于银行。否则，那将真的是一无所有。然而，在外部金融危机的大冲击下，政府收回了伸出去的捅破房地产泡泡的拳头，出台了许多一年前想都不敢想的诸多救市政策，可谓是180度的急转弯，但是效果将会如何？可能并不尽如人意，市场往往是“买涨不买跌”，这种心理的存在可能使房地产短期内出现更糟糕的成交低迷期，房地产业在固定资产投资中的占比接近1/3，房地产业的持续不景气对于投资拉动特征明显的中国经济的负面影响正日益显现。

二、银行业：压力不言而喻

过去的两年里，在高利差，手续费佣金收入比重上升、成本收入比和所得税负担下降等综合因素的推动下，上市银行的资产收益率达到了历史高位，2008

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上半年除了华夏银行外，其他银行的上半年年化的平均资产收益率(ROAA)都超过了1%，招商和民生的资产收益率接近或者达到2%，这样高的资产收益率是在景气周期高点的惯性期和宏观经济对银行影响充分体现前滞后时间段内实现的，未来很难继续保持如此高的收益率，

对于中国金融体系的核心银行业而言，2009年将是承受多方面压力，面临诸多挑战一年。各种冲击归集到银行体系，产生了收益能力面临下降以及资产质量面临这两大冲击因素。

降息周期的延续是对银行的收益能力影响最为直接的因素，收益方面，随着存贷款基准利率的连续下调，活期存款比重，2008年第3季度大部分上市银行的净利差已经开始收窄，但其主要原因并非基准利率的下调，而是负债结构的变化，包括同业负债规模下降，存款比重升高，存款中定期存款比重上升，部分银行的生息资产收益率在第3季度还有所提高，进入2009年，随着存量贷款重定价的逐步进行，降息对于银行净利息收入的影响将全面体现，银行贷款和债券投资的收益率将明显下降，特别是贷款的平均收益率预计可能将平均降低一个百分点甚至以上。负债方面，我们预计存款定期化的趋势将明显趋缓，证券市场已经低迷了将近一年，估值水平已经达到或者接近历史低点，市场资金回流银行的过程接近尾声，企业流动性的压力逐步增加的情况下对公活期存款转定期的压力也会下降，对净利差下降的过程有一定缓解作用。

另一个对于银行利差水平具有重要影响的因素是企业议价能力的变化，2009年以政府投资为主导的基本建设项目的集中实施，在带给银行业丰富的业务机会的同时，这些投资主体手握政府项目，在议价能力上大大高于普通企业，银行出于资金安全性的考虑也会更倾向于与政府投资项目相关的贷款，利率下浮的比重将上升。

银行中间业务在过去的几年中经历了低基数下的高速成长，不少上市银行的手续费佣金占营业收入比重已经在15%左右，手续费收入的高增长建立在证券市场规模急剧扩大，居民理财意识提高，企业融资、重组等交易活跃等基础上，某些类型的手续费佣金收入与信贷业务直接关联，经济进入下行周期对于中间业务的需求产生不利影响，2008年第3季度大部分上市银行的手续费佣金净收入都出现环比下降，2009年预计这一情况还将延续，客户经济活动水平降低带来需求的下降，银行中间业务高增长的局面将告一段落。

三、资产质量的考验来自多个方面

不良贷款的加快暴露是影响2009年银行业基本面的最重要的因素，实体经济现金流出现下降，偿债能力下降，破产企业数量增加，地方政府在处理企业危机中采取的地方保护主义做法，都会对银行存量贷款的质量产生负面影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国次贷危机引发外部需求下降，人工以及原材料等要素成本上升，出口退税政策调整等因素对于企业特别是出口型中小企业的经营带来了前所未有的挑战，企业的流动性紧张等问题转化成银行实际的不良贷款有一定时滞，因此我们认为上市银行特别是以中小企业为主要服务对象的银行的贷款质量将面临更大的考验。

当前为拉动经济，中央政府与地方政府都推出了庞大的公共投资计划，在如此庞大的固定资产投资计划下，银行业无疑将成为推动这些投资计划实现的重要动力，交通建设类、燃气电力水的供应业、电力等行业的信贷投放额度预计将有明显增长，我们在充分肯定银行受益于此类贷款机会的同时，也认为这对于银行的独立经营、风险控制等方面都形成了进一步的考验，政府投资项目尤其是地方政府投资项目并不都是风险极低，偿还无忧的。如果银行在放贷决策过程中受到地区行政当局影响，不能充分考量风险因素，对银行反而意味着风险的累积，如何确保一时能够拉动需求和就业的投资项目在日后不形成趴在银行账面上的不良资产是银行未来面临的重要挑战。

利差缩小，银行能否顺利应对

作为利率严格管制，投资行为受政府大力调控甚至有时由政府主导的我国，经济对于利率手段这一货币政策最重要工具的敏感性一直存在很大争论，利率政策对为避免政府庞大的投资对民间投资产生挤出作用能产生多大效果也缺乏实证经验，但确实可以在一定程度上降低企业和居民借款人的财务负担，因此我们认为，宽松的货币政策基调下央行继续降息的可能性较大，在目前CPI和PPI逐步走低，通胀预期进一步回落的情况下，存贷款同步降息的可能性要远大于只降贷款利率的不对称降息。

2008年以来大量资金向银行回流带来银行存款尤其是定期存款增长幅度大，银行的资金成本持续上升，第3季度上市银行净利差的普遍下降的原因即使定期存款比重上升以及同业负债的下降，进一步降息将在一定程度上降低了银行资金成本的压力。扩大内需政策出台后，预计各家银行都会加大在基础设施、能源交通等行业的信贷投放力度，这些行业的企业议价能力上较强，银行实施下浮贷款利率的比重会相对较大。

另一个对2009年银行业利差水平产生重要影响的因素是央行新的个人住房贷款政策，如果09年开始大部分住房贷款优惠到低至7折的利率下限，银行原本较高的住房贷款存量的收益率将明显下降，进而将带动利差水平的进一步下降。我们在充分估量近期的房产救市政策可能对于银行业带来的负面影响的同时，也应该看到，利率下限的扩大只能是在现阶段对于已经积重难返的中国房地产市场的一剂强心针，管理当局一定也明白中长期来看，浮肿的房价无

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法依靠扭曲的利率水平强制维持，利率一定会回到正常的反映资金合理价格的水平上来，对于住房贷款15年以上的平均借款期限来看，暂时性的偏低利率不会对于银行的长期盈利能力带来实质损害。

根据我们对银行业2009的资产收益及负债成本等因素测算，在央行在目前的利率水平上再进行3次左右每次27个基点的对称性降息的假定下，上市银行2009年利差水平平均将在2008年末基础上继续下降25～35个基点。

表1　上市银行2008～2010年NIM预测（单位：%）

	工行	建行	中行	交行	招商	中信	浦发
2006	2.35	2.82	2.52	2.71	2.62	2.59	2.88
2007	2.84	3.27	2.85	2.97	3.07	3.11	3.08
2008Q3	2.99	3.30	2.74	3.08	3.52	3.57	3.17
2008E	2.96	3.26	2.68	2.93	3.41	3.55	3.12
2009E	2.63	2.99	2.46	2.66	3.01	3.15	2.79
2010E	2.58	2.88	2.29	2.42	3.00	3.06	2.78
	兴业	民生	华夏	深发展	北京	宁波	南京
2006	2.47	2.56	2.45	2.96	2.21	3.14	2.60
2007	2.88	2.79	2.66	3.20	2.34	3.27	3.01
2008Q3	3.03	3.13	2.78	3.25	2.96	3.54	3.13
2008E	3.06	3.03	2.75	3.34	3.01	3.50	3.08
2009E	2.59	2.73	2.41	2.83	2.73	3.04	2.62
2010E	2.41	2.63	2.50	2.59	2.75	3.02	2.53

资料来源：公司资料，中信建投证券研发部

各类银行2009年信贷规模增长前景

我国银行业长期以来实行信贷总量控制，上市银行从类型和发展阶段来看不尽相同，信贷总量控制或者政府投资的刺激对各类银行的影响也是不一致的，从过去几年的情况来看，大银行由于营业网点整体而言已趋饱和，扩张力度较弱，贷存比较低，贷款需求受制于实体经济的发展速度。中等规模的股份制商业银行仍然处于高速扩张时期，随着新的分行和支行的陆续开设，扩张资产特别是信贷资产以占据市场份额的能力和动力较强；核心城市的城商行由于所处城市资金充裕，在较易获取低成本而业务有主要局限于本地区的情况下，贷款增长速度也相对有限，大量资金被配置在债券和同业资产上，受信贷总量制约的程度不高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大部分大型和中等规模的上市银行2008年以来维持了与前两年相比较低的贷款增长速度，而资产增速仍普遍较贷款增速快，显示了在存款回流的情况下，上市银行在资金运用上虽受到一定压力让仍偏谨慎的态度，城商行在第3季度继续保持了较高的资产和贷款规模，在贷款增长上包括北京银行在内的三家上市城商行都的增速也都较其他上市银行高，显示在大中型银行开始调整资产和贷款增长速度和结构的同时，发达城市的城商行似乎有意抓紧经济全面步入下行前的有限时间尽快扩大在所在城市市场份额及在异地分行所在城市尽快站稳脚跟。

表2　各类银行在新增贷款中的占比

	政策性银行	国有银行	股份制银行	城商行	农商行和农信社	外资银行
2004	11.64%	43.87%	20.13%	5.98%	10.87%	0.93%
2005	14.38%	32.43%	25.38%	7.80%	14.69%	1.79%
2006	10.75%	38.36%	23.14%	8.72%	13.45%	3.05%
2007	9.98%	37.67%	19.85%	8.18%	16.91%	3.32%
2008	10.89%	36.20%	21.48%	8.41%	15.59%	2.44%

资料来源：公司资料，中信建投证券研发部

经济政策出台的主要目的是减弱经济周期运行波动对于经济的影响，但其本身不能逆转周期的运行趋势，在经济处于下行阶段，银行的理性选择是对放贷采取更为严格的审查措施，并加强对于抵押质押物的要求，合理扩大信贷规模的要求旨在防止银行由谨慎进一步走向惜贷，从而缩短了经济触底回暖的时间。

我们预计2009年大型银行作为政府信贷规模政策的主要执行者，将适当扩大信贷资产规模，但大型银行信贷规模的扩张速度与GDP增速密切相关，经济减速环境下其贷款增长不太可能有超出一般时期过多的增幅。中等规模股份制银行普遍受到资本充足率和贷存比的制约，信贷扩张的步伐将继续放缓，但仍将高于大型银行。部分大型城市商业银行如北京银行所在城市产业结构领先，受经济波动影响小，目前贷存比较低，资本充足率高，将继续加快异地扩张步伐，贷款扩张的潜力较大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3 上市银行贷款增长幅度及预测(单位:%)

	工行	建行	中行	交行	招商	中信	浦发
2006	10.38	21.88	8.80	18.74	19.81	25.09	22.18
2007	12.17	13.87	17.22	19.48	19.00	24.19	19.55
2008H1	6.93	8.11	13.76	12.48	10.32	10.13	12.83
2008E	10.50	15.50	16.23	19.50	15.50	15.50	14.91
2009E	11.50	14.50	12.67	16.00	17.50	14.50	18.06
2010E	11.50	14.00	12.13	16.50	17.50	15.00	18.21
	兴业	民生	华夏	深发展	北京	宁波	南京
2006	33.72	24.82	11.29	16.90	15.92	43.48	27.09
2007	23.36	17.55	17.83	21.75	21.32	29.74	20.09
2008H1	10.34	10.29	9.20	11.07	12.02	20.20	12.48
2008E	14.47	18.76	15.00	16.47	20.50	26.00	18.00
2009E	19.46	18.87	15.50	18.00	25.00	18.00	18.00
2010E	18.96	18.86	14.00	18.00	18.00	16.00	17.50

资料来源:公司资料,中信建投证券研发部

中短期内不良贷款规模加速增长速度将受到抑制

商业银行在过去几年的超常规发展过程中资产质量不断提升,这其中的原因一方面是由于实体经济持续活跃,企业效益不断提升,贷款违约率下降,新增不良贷款数量较小;另一方面由于贷款规模的快速扩大对于存量不良贷款的稀释。此外,以土地房产为主的抵押品的价值的提升进一步也对于资产质量的提高起了助推得作用,我们用新生不良贷款率这个指标来看各上市银行的不良贷款增加情况,即新增不良贷款率=(期末不良贷款余额一期初不良贷款余额+当期核销量)/期初贷款余额,2006 年到 2008 年上半年上市银行新增不良贷款率普遍都很低,部分银行甚至小于 0,反映了在企业现金流充裕和抵押物价值上升背景下存量不良贷款质量向上迁徙,2009 年随着经济周期向下运行以及国际金融和经济危机对国内经济的影响逐步显现,过去几年内信贷扩张速度较高的银行可能面临新增不良贷款较快暴露的问题,我们在对各家银行最新的盈利预测中普遍地将新增不良贷款比率设定在 0.6%~1.0%的范围内。政府扩张性的财政政策的实施对于实体经济意味着新增需求的扩大,整体上企业资金流和偿债能力将得到一定改善,有望缓和银行贷款质量向下迁徙的压力,抑制不良贷款规模的加速增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4 主要上市银行不良贷款率及预测(单位:%)

	工行	建行	中行	交行	招商	中信	浦发
2006	3.79	3.29	4.04	1.95	2.12	2.50	1.83
2007	2.74	2.60	3.12	2.05	1.54	1.48	1.46
2008H1	2.41	2.21	2.58	1.83	1.25	1.45	1.22
2008E	2.42	2.14	2.55	1.77	1.30	1.12	1.14
2009E	2.69	2.44	2.72	2.05	1.51	1.24	1.53
2010E	3.02	2.88	2.50	2.31	1.74	1.32	1.95
	兴业	民生	华夏	深发展	北京	宁波	南京
2006	1.53	1.17	2.73	7.99	3.58	0.33	2.47
2007	1.15	1.22	2.25	5.62	2.06	0.36	1.79
2008H1	1.04	1.21	2.06	4.64	1.74	0.40	1.39
2008E	1.01	1.34	2.16	4.41	1.51	0.79	1.33
2009E	1.35	1.70	2.47	3.90	1.47	1.77	1.43
2010E	1.34	2.00	2.80	3.55	1.60	2.54	1.57

资料来源:公司资料,中信建投证券研发部

个人贷款增速持续回落的情况将得到有效逆转

央行住房贷款新政出台后,商业银行方面普遍采取观望态度。对于新政的实施细则,特别是存量房贷的利率确定,大部分银行还没有一个明确的说法。新政实施前住房贷款对于银行是高收益低风险的资产,新政实施后房贷成为低风险低收益的资产,但我们预计住房贷款这项业务对各家上市银行的吸引力依然存在。国务院扩大内需十项措施的第一项就是加快建设保障性安居工程,加大对廉租住房建设支持力度,加快棚户区改造,实施游牧民定居工程,扩大农村危房改造试点。在实施过程中离不开商业银行的大力配合,住房贷款长期性的特点决定了银行市场份额一旦缩小就要耗费巨大的人力、物力和时间才能逐步弥补。住房贷款在计算风险加权资产时按照50%的权重计算也对商业银行有效利用资本很有帮助;因此,银行不会因为暂时的收益率下降而放松这项业务的拓展,处于网点扩张期间的上市银行倾向于在其业务基础较薄弱的区域抢占房贷市场份额,大型城商行在所在市政府主导下也将加大住房贷款投放以支持其所在城市当局的政府意图,因此我们预计个人贷款特别是住房贷款的余额增长速度将在2008年的低基数上加快。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经历完整经济周期有助于银行夯实基础

综合以上的分析，我们认为2009年银行业的利差水平将较2008年收窄，根据我们初步测算，各上市银行净利差的收窄范围在30～40个基点之间。信贷额度的放开令上市银行在资产配置上更加偏重于贷款以实现以量补价，不良贷款生成率的提高，但即使考虑了由此带来的信贷成本的明显上升，在考虑核销数量以一定幅度增长的情况下，上市银行的不良贷款上升的幅度仍会比较温和。我们预计上市银行2009年和2010年的资产增长幅度分别达到12.34%和12.55%；预计2009年和2010的净利润增幅分别在2.51%和3.23%左右。

如果我们从总市值角度来看银行的估值，市场的变化常使人瞠目结舌，在2007年股市泡沫登峰造极之时，个别银行的总市值居然超过资产总额。而目前市场气氛阴沉，投资者普遍谨慎的情况下，上市银行的市值与资产之比已经普遍下降到20%以下，个别银行如深发展、华夏则已降至5%。即使在经济周期的下行期，我国银行的资产规模仍会保持较稳定的增长，长期来看，中国的银行业保持1%以上的资产收益率是比较正常的，我国银行业的长期估值水平是值得充分自信的。

上市银行近年来的资产规模和业绩水平的超常规增长既和银行在我国金融体系中的核心地位有关，更与世界经济和我国经济2000年以来都处于上升周期，银行业在与中国经济一同成长的过程中获得了充分的规模和业务拓展机会有关。2008年以来，国际国内经济形势发生逐步变化，银行业的估值水平从2007年末的高位急速下降。目前，我们认为银行业作为中国复兴过程中的关键产业，其价值不会因正常经济周期的运行而发生根本变化；经历完整的经济周期有助于银行业夯实基础，从一个更高的起点出发。然而短期内，由于政府刺激经济的决心决定了银行业必须紧密配合政府的经济政策导向，净利差随着大幅度降息而收窄必然对银行中短期的盈利能力产生一定影响，银行业资产质量在一定时期内将进入一个逐步温和下降的通道。因此，我们将银行业的评级从增持调整为中性。

从选股思路来看，我们建议重点关注两类银行：一类是目前处于特殊发展阶段，受本轮国际国内经济下行影响较小，资产扩张能力较强的银行，如北京银行；另一类是具备相当资产规模，目前总市值较低，资产收益能力有较大提升空间的银行，如华夏银行、深发展。此外，部分严重超跌，市场对于其资产质量和盈利能力的未来走势过于担忧，而根据我们判断实际情况会好于悲观预期的银行如兴业银行、民生银行也具有较大投资机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5　上市银行净利润增长及预测(单位:%)

	工行	建行	中行	交行	招商	中信	浦发
2006	30.25	－1.66	52.38	33.23	37.94	18.32	31.08
2007	66.79	49.07	34.22	62.93	114.46	122.49	63.99
2008H1	57.99	71.44	40.70	54.13	91.26	137.30	150.92
2008E	42.33	57.23	41.19	48.53	63.26	97.75	122.18
2009E	0.89	0.24	0.88	5.05	－0.53	3.51	0.89
2010E	1.90	－2.26	3.07	8.38	4.49	1.45	1.90
	兴业	民生	华夏	深发展	北京	宁波	南京
2006	54.09	43.33	13.87	353.99	26.93	33.93	61.95
2007	126.04	65.33	44.21	87.68	56.46	50.47	52.95
2008H1	56.49	114.11	90.88	90.74	121.48	76.60	125.63
2008E	38.33	76.25	88.66	70.52	75.08	46.58	57.50
2009E	1.25	3.12	1.95	1.77	9.48	－4.31	1.27
2010E	8.69	4.68	3.28	9.57	18.94	0.95	6.49

资料来源:公司资料,中信建投证券研发部

重点上市公司

1. 北京银行:受益于区位优势与独特发展阶段

北京银行 2008 年 9 月末资产总额 4 029.59 亿元,较 2007 年末增长 13.76%,较 6 月末环比增长 10.90%,贷款净额 1 793.26 亿元,较 2007 年末增长 16.96%,较 6 月末增长 4.38%,存款余额 3 027.52 亿元,较 07 年末增长 16.58%,较 6 月末增长 7.64%。存款的快速增长驱动 3 季度资产和贷款都保持了较快的增长态势,总资产结构中同业往来资产和买入返售资产环比增幅分别达到 44.32%和 203.61%。

与大部分商业银行展现出的趋势有所不同的是,由于存款(很可能大部分是低成本的活期存款)增长较快,3 季度北京银行的生息资产收益率环比下降 2 个基点,而付息负债成本环比下降了 13 个基点,带动净利差(spread)和净边际利率(NIM)分别上升了 11 个和 9 个基点。这在上市银行中很特别,但如果考

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虑到北京银行的90%左右的存款来自于北京这个资金充裕地区,且政府机关相关的定期化倾向低的存款占比较高,也就便于我们理解这一例外了。并且由于上述两个特点在未来一段时间仍将继续存在,我们可以预期北京银行在此轮存款定期化和降息周期中的利差收缩的幅度会相对较小。三季度公司净利息收入环比增长9.29%,利差仍在扩大是三季度业绩环比增长的主要原因。

北京银行地处首都的区位优势以及其与当地政府的密切联系令其得以依托北京独特的经济和人文环境带来的诸多优势,包括上面提到过的资金面充裕,资金成本低;产业结构较优化,北京消费服务业和高人力资本行业密集,受经济周期影响小等因素。北京银行正处于向全国快速扩张的阶段,目前较低的贷存比和较高的资本充足率令其在额度控制取消后具备充足的信贷扩张能力,当前较低的中间业务水平也具有很大提升的空间。

我们预计北京银行2009和2010年的净利润分别达到64.18亿元和76.33亿元,相应的年增长分别是9.48%和18.94%,2009年和2010年业绩增长幅度将明显高于同业,我们维持对公司增持的评级。

2. 华夏银行:资产收益能力提升空间较大

华夏银行2008年9月末资产总额6 526.23亿元,较2007年末增长10.18%,较6月末环比大增3.90%,贷款净额3 352.12亿元,较2007年末增长12.28%,较6月末增长2.96%,存款余额4 750.96亿元,较07年末增长8.28%,较6月末增长3.89%。前3季度实现拨备前利润70.49亿元,较2007年同期增长26.14%,净利润31.06亿元,较07年同期增长90.32%。第3季度实现拨备前利润22.95亿元,较2季度环比下降6.22%,净利润11.78亿元,环比增长6.52%。前3季度公司摊薄每股盈利0.74元,期末每股净资产3.75元,前3季度年化的平均资产收益率和平均净资产收益率分别为0.67%和28.75%。

2008年10月,华夏银行完成定向增发,以每股14.62元的价格向首钢总公司、国家电网公司、德意志银行三家股东定向增发了7.9亿股股份,募集资金115.58亿元。我们预计华夏银行08年末的资本充足率在10.42%左右,多年来困扰公司的资本不足的问题得到阶段性解决

公司前3季度年化0.67%的总资产收益率是上市银行中最低的水平。造成这种局面的原因主要是由过去公司不良贷款率较高导致信用成本高于其他大部分上市银行,以及资产利用效率较低造成的。公司资本的补充到位后,两次以高于市场价格入股华夏银行的德意志银行对于公司经营管理的介入有望逐步提升到一个较高的水平,过去两年公司资产和贷款规模扩张速度相对较慢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也降低了在经济下行周期不良贷款加速暴露的潜在风险，公司 2008 年中的不良贷款率和拨备覆盖率分别为 2.06％和 126.13％，未来信贷成本大幅高于其他上市银行的可能不大，目前公司贷存比（不剔除贴现）在 70％左右，贷款增长的空间较大，因此未来资产收益率的提升空间是比较大的，我们维持对公司增持的评级。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证券:周期底部,创新难改

证券业收入、利润与股指密切相关

证券业收入和利润实现情况与股指有着非常密切的关系。美国证券业与S&P 500指数之间的相关系数为0.98。从分业务来看,佣金收入、承销收入与S&P 500指数的相关系数较高,而商品收入与S&P 500指数的相关系数为−0.577,表明商品资产一定程度对冲掉了一部分证券市场风险。从利润实现来看,情况也基本类似,但净利润波动幅度更大。中国的情况基本也与美国类似,而且关联度更强。

证券业步入周期性底部,传统业务中债券发行是亮点

我们预期在2009年,由于市场的压力和调整氛围,成交量将受到抑制,股票发行也受到波及。预期2009年的股票筹资可能维持在2 000亿元的水平。相对于其他业务而言风险较小,业绩较为稳定。但未来企业债券的发行将会有较大增长,2009年企业债的发行将达到3 500亿元,公司债和交易分离可转债的规模将分别达到600亿元左右。

创新业务步伐加快,但难改行业周期底部特征

证监会已经颁布的《证券公司业务范围审批暂行规定》,加快了证券公司业务的审批。创新业务中融资融券已提上日程。融资融券初期由于仅限于券商自有资金和自有证券,因此对证券行业业绩影响有限,随着试点范围的逐步扩大和融资融券成为券商的常规业务,融资融券有望为券商带来150亿元的收入。未来随着证券金融公司的成立和券商净资本的进一步扩充,融资融券金额将达到3 000～4 000亿元,为证券业贡献400亿元左右的收入。

投资策略:估值低的龙头券商具有较好的防御性

我们认为中信证券是一个攻防平衡的理想选择。原因有:(1)券商股具有高贝塔的特征,在市场向好时将有爆发式表现。(2)目前有一定估值优势。给予"增持"评级。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

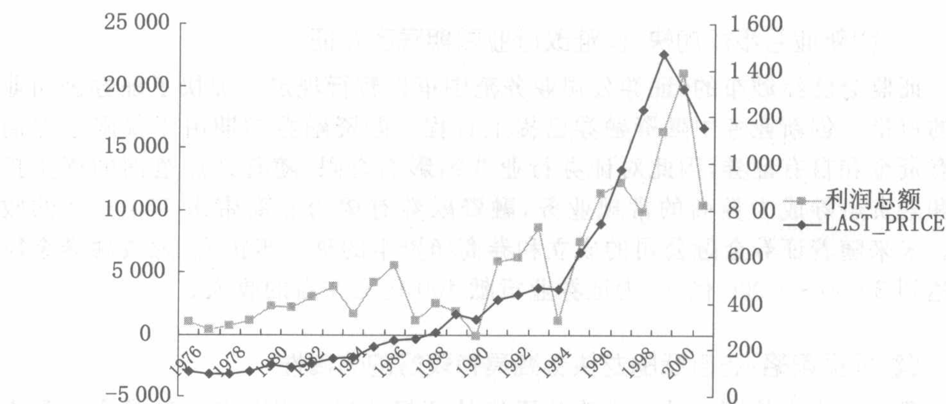
证券业收入、利润与股指密切相关

证券业收入和利润实现情况与股指有着非常密切的关系。一般而言，在股指上涨时，证券公司的各项业务得益于股指上涨，并从中受益，反之亦然。我们观察美国投资银行1976～2001年之间的情况，可以发现，美国证券业收入基本与股指保持了同步，收入与S&P 500指数之间的相关系数为0.98。

从分业务来看，佣金收入与股指的相关系数最高，为0.974，表明依赖于交易额的佣金收入，受到股指的很大影响。此外承销收入与S&P 500指数的相关系数也达到了0.965，表明股指影响到企业筹资额，并影响了投资银行承销收入的实现。

商品收入与S&P 500指数的相关系数为－0.577，表明商品资产一定程度上成为证券资产的一种替代品，并对冲掉了一部分证券市场风险。研究收入与S&P 500指数的相关系数也比较低，为0.843。此外，利息收入与S&P 500指数的相关系数也比较低，为0.928。

从利润实现来看，情况也基本类似，但利润波动幅度更大。从图1看出，利润总额基本围绕S&P 500指数波动，但明显波幅较大。由于证券业费用中有部分费用与股指联系不大，如办公设备、通信支出及其他管理，因此证券业收入在扣除各种费用(包括所得税费用)之后的净利润出现出波动较大的局面。

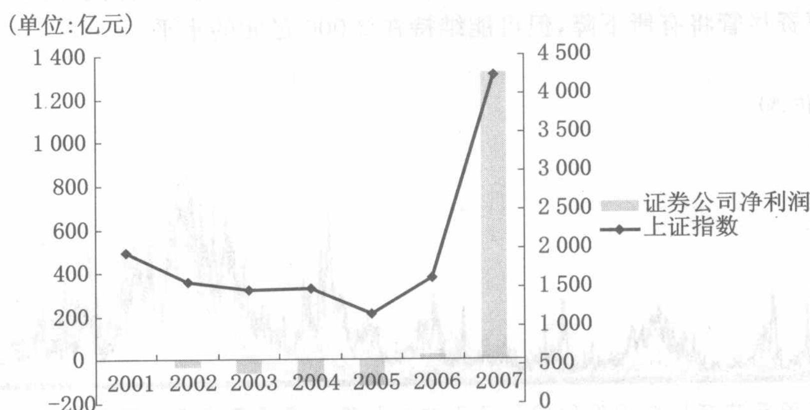


资料来源：Bloomberg，中信建投证券研发部

图1　美国证券业利润与S&P 500指数

中国的情况基本也与美国类似，由于中国证券公司业务不包含可以对冲资本市场风险的商品业务，因此关联度更强。图2为中国证券业利润与上证股指的关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源:中信建投证券研发部

图 2　中国证券业净利润与股指基本同步

证券业步入周期性底部

根据我们宏观组和策略组研究,基于以下原因,预期 2009 年市场依然呈现低迷状态。

第一,宏观经济和企业盈利下滑的态势依然明显。

第二,限售流通股解禁对股市的压力依然巨大。

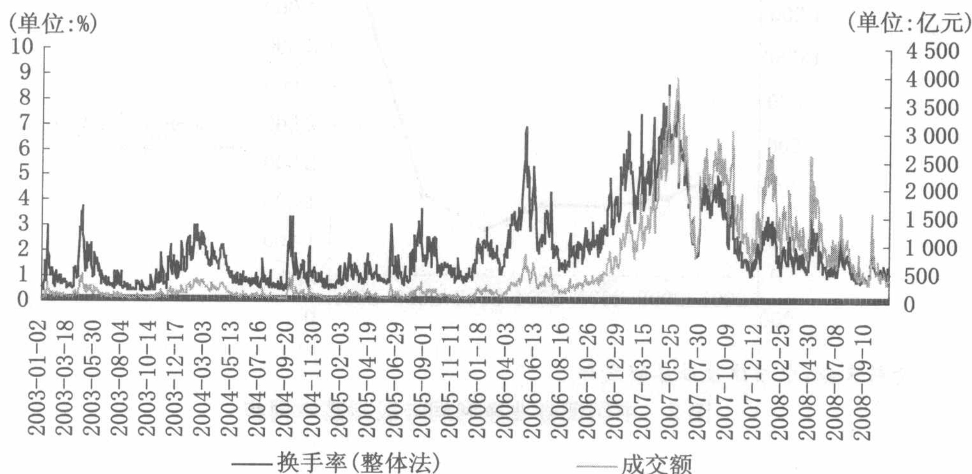
在宏观经济和企业盈利前景不佳的情况,限售股解禁并流通对市场造成了巨大的实质和心理压力。限售股解禁的高潮在 2009 年将到来,其中 2009 年 7 月和 10 月有两次解禁高峰。此后,2010 年也有一次解禁高峰。因此,我们预期在 2009 年,由于市场的压力和调整氛围,成交量将受到抑制,股票发行也受到波及。

从成交额和换手率来看。根据历史经验,上次 1999 年股指经历大幅下跌后,步入了漫漫熊市,我们考察了从 2003 年 1 月～2005 年 12 月股市最为低迷的 3 年期间,发现整体换手率平均为 1.2%。而按照这个最为悲观的换手率假设,即使不考虑股指的上升可能,目前仍可以维持 500 亿元左右的成交额。

伴随着股指的大幅下跌,市场也逐渐丧失了筹资功能。从 2008 年 9 月开始,基本没有新股发行,而 2008 上半年的筹资额占到了全年预测额的 80%左右。2009 年如果市场好转,大盘股包括已过会的中建股份、光大证券等和有可能上市的农行、国开行、中航集团等大型央企。此外,为了产业升级和结构转

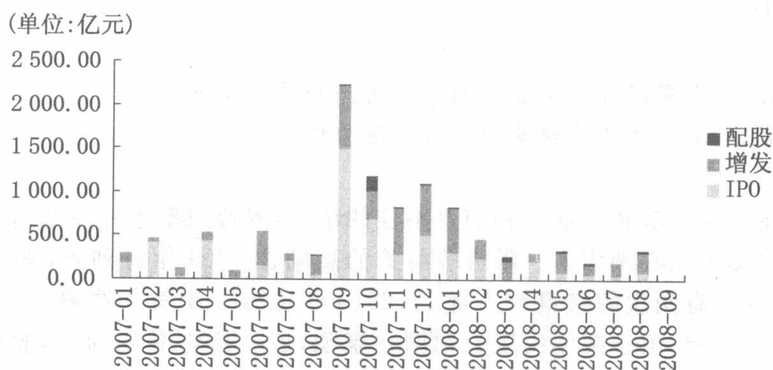
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

型，创业板和中小板也将迎来一个新的发展机遇。因此，我们预测 2009 年的股票筹资尽管将有所下降，但可能维持在 2 000 亿元的水平。



资料来源：WIND 资讯，中信建投证券研发部

图 3　近年日换手率和成交额情况



资料来源：WIND 资讯，中信建投证券研发部

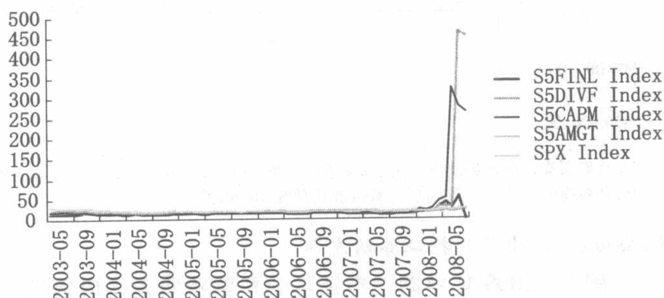
图 4　2007 年和 2008 年股票筹资情况

基金管理仍然是许多券商资产管理业务的核心之一，通过分享基金管理费收入，控股基金公司的券商一定程度上缓解了行业下滑的风险。总体来看，资产管理业务在金融业中属于较为稳健的细分行业。资产管理业务收取手续费佣金的盈利模式，使得资产管理业务相对其他业务而言收入较为稳定，即使在这次的次贷危机中其影响程度较轻。

由图 5 可以看出，2005 年之前，S&P 500 资产管理和托管业的 PE 高于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

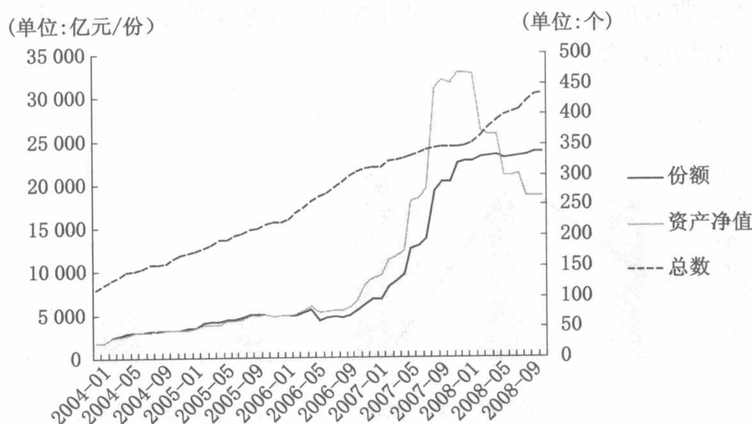
S&P 500 金融、多元化金融、资本市场业的 PE，但低于 S&P 500，2005 年之后，S&P 500 资产管理和托管业的 PE 超过 S&P 500。2007 次贷危机爆发后，S&P 500 资产管理和托管业的 PE 走低并低于 SP500PE，但仍然高于 SP500 金融、多元化金融、资本市场业的 PE。



资料来源：中信建投证券研究发展部

图 5　次贷危机后 S&P500、S&P500 金融、S&P500 多元化金融、S&P500 资本市场、S&P500 资产管理托管业 PE 表现

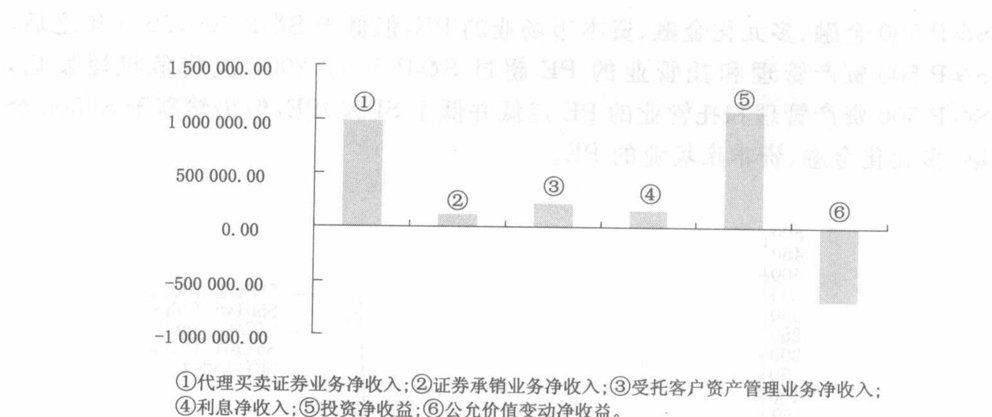
随着股指下跌，我国基金管理资产的总规模也有较大幅度下降，虽然总份额和基金个数仍保持一定的增长，但由于单位资产净值的大幅下降，2008 年 10 月份基金规模与年初比下降了 43%，但同期市场交易额下降了 77%左右，可见资产管理相对于其他业务如经纪、投行、自营等业务而言风险较小，业绩较为稳定。



资料来源：WIND 资讯，中信建投证券研发部

图 6　我国基金管理资产规模变化情况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

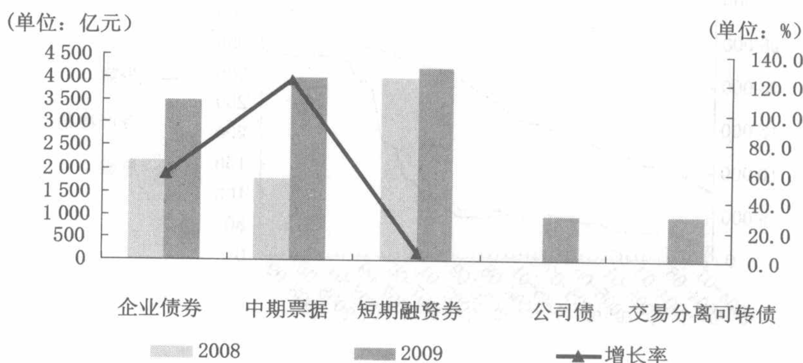


资料来源：公司公告，中信建投证券研发部

图 7　2008 年中期上市证券公司营业收入构成情况

传统业务中，债券发行是亮点

2009 年证券行业传统业务依然黯淡，值得期待的就只有创新业务和债券承销了。目前，券商的业务收入主要还是来自于经纪、承销、自营等。根据 2007 年年报，46%收入来自于经纪业务，5%来自于承销业务，39%来自于证券自营（投资收益和公允价值变动损益）。而 2008 年中，由于股指大幅下跌，经纪业务、投行承销和证券自营（投资收益和公允价值变动损益）尽管下降幅度较大，但仍然是收入的主要贡献者。因此短期内，券商的盈利模式中创新业务作出的贡献仍然比较微小。



资料来源：中信建投证券研发部

图 8　2008 年和 2009 年企业类债券发行预测

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

传统业务中可能的亮点是债券承销收入。目前我国企业债券无论是与间接融资，还是与直接股权融资相比，其市场规模过小。与其他发达国家，甚至印度等发展中国家相比，占国内 GDP 的比重有待提高。

监管层已经将大力发展债券市场，特别是企业类债券（如银行间市场的企业债、中期票据、短期融资券和交易所交易的公司债、交易分离可转债），将受到大力扶持。我们预期未来企业债券的发行将会有较大增长，2009 年企业债的发行将达到 3 500 亿元，公司债和交易分离可转债的规模将分别达到 600 亿元左右。

目前在包括中期票据和短期融资券的企业类债券市场上，中信证券的市场份额为 10.6%，仅次于工商银行位居第二。而在扣除中期票据和短期融资券后（许多券商没有发行中期票据和短期融资券的资格）的债券市场，中信证券的债券发行占比达到了 20%左右。仅仅考虑企业债、公司债和交易分离可转债的发行，按 15%的较为保守的份额计算，中信证券将获得债券发行收入 10 亿元左右有超越股票发行收入的可能。

创新业务步伐加快，但难改行业周期底部特征

证监会已经颁布的《证券公司业务范围审批暂行规定》，加快了证券公司业务的审批，允许券商申请融资融券业务，并放宽对券商经纪、投行及创新业务审批。其中，明确了规定券商申请新增业务必须取得经营证券业务许可证，且持续经营已满一年，再次申请增加业务种类需距前次申请获准需超过 6 个月。对不需要单独审批的业务活动作了明确的规定，经纪业务，自营业务等仍遵循现行规范；而券商进行现金管理则不需单独申请牌照及业务审批。通过新办法的实施，证券公司开展新业务的步伐将大大加快，创新空间也扩大不少。

创新业务中融资融券已提上日程。融资融券初期由于仅限于券商自有资金和自有证券，而且为试点券商先行，因此对证券行业业绩影响有限，对于试点券商的业绩有一定贡献。目前除了中信、海通、广发、国泰君安等正在进行紧张准备工作的券商之外，宏源证券、东北证券、长江证券等也递交了申请。随着试点范围的逐步扩大和融资融券成为券商的常规业务，融资融券有望为券商带来 150 亿元的收入。未来随着证券金融公司的成立和券商净资本的进一步扩充，如果融资融券交易额继续上升，占到市场成交额的 15%左右，则融资融券金额将达到 3 000 亿～4 000 亿元，为证券业贡献 400 亿元左右的收入。

对于 2009 年而言，目前海通证券宣布在试点期间将以不超过 40 亿元的资金进行融资融券业务。我们预期其他券商包括中信、宏源等递交申请或基本进入试点券商的融资融券相对比例也差不多。我们对有关券商在 2009 年融资融券业务进行了相关预测，见表 1。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 1　2009 年中信证券和海通证券融资融券预测(单位:亿元)

		融资收入	融券收入			手续费收入	合计收入		
中信证券	比例		融券利息率分别为 4%、5%、6%				融券利息率分别为 4%、5%、6%		
自有资金	15%	4.200				0.379	4.659	4.679	4.699
	25%	7.000				0.636	7.796	7.836	7.876
	35%	9.800				0.893	10.933	10.993	11.053
	45%	12.600				1.150	14.070	14.150	14.230
自有证券	10%		0.080	0.100	0.120				
	20%		0.160	0.200	0.240				
	30%		0.240	0.300	0.360				
	40%		0.320	0.400	0.480				
海通证券									
自有资金	11%	3.080				0.255	3.415	3.435	3.455
	20%	5.600				0.466	6.226	6.266	6.306
	30%	8.400				0.699	9.339	9.399	9.459
	40%	11.200				0.932	12.452	12.532	12.612
自有证券	10%		0.080	0.100	0.120				
	20%		0.160	0.200	0.240				
	30%		0.240	0.300	0.360				
	40%		0.320	0.400	0.480				

由上可见，由于试点初期融资融券规模很小，因此我们下调了 2009 年融资融券业务的收入预测。估算融资融券业务收入 2009 年对中信证券的收入贡献为 4.7 亿元左右，对海通证券营业收入的贡献为 3.5 亿元左右。

股指期货是 2009 年有望推出的又一创新业务。美国、印度等地股指期货交易额占市场交易额的比重基本保持在 100%左右。而日本、韩国初期交易比较平淡，后期发展很快，近年股指期货的成交量保持在现货市场的 6 倍左右。我们基于第一年 20%，第二年 60%，第三年 100%，期货公司净手续费率为 0.025%的假设计算，对股票市场成交额进行敏感性分析。预期股指期货将为券商带来 15 亿元、45 亿元和 70 亿元左右的收入。

综上，我们认为 2009 年创新业务对于营业收入的贡献非常有限，无法抵消传统业务下滑所带来的业绩下降。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资策略：估值低的龙头券商具有较好的防御性

我们认为中信证券是一个攻防平衡的理想选择。原因有：(1)券商股具有高贝塔的特征，在市场向好时将有爆发式表现。(2)目前有一定估值优势。

公司经纪业务市场份额近期虽有所下滑，但 2009 年仍然将维持 7.5%～8% ，排市场第一位，同时公司的佣金率较高。中信证券在投行承销领域拥有业内领先地位。特别是公司在企业债方面市场份为 20%，有望从 2009 年快速发展的债券发行中获得承销收入。

公司自营风险不大。交易性金融资产中绝大部分为债券投资。2009 年 3 季度可供出售金融资产规模为 248.7 亿元大部分配置在债券投资上。

但华夏基金的下降小于行业下降幅度，目前其规模遥遥领先于其他基金公司，占到了基金业务总规模的 10%左右。预期华夏基金的管理费收入 2009 年可以达到 22 亿元左右，而且相对其他业务而言更为稳定。

公司作为证监会有可能首批获准开展融资融券业务的券商之一，将有望抢得行业先机。

基于 2009 年日均股票交易额 800 亿元、2010 年日均股票交易额 1000 亿元、市场份额和佣金基本稳定、融资融券 2009 年开始展开的假设，公司未来的业绩预测如表 2 所示。

表 2　预测和比率

	2007A	2008F	2009F	2010F
主营收入(百万)	30871.11	16234.23	14293.38	16102.08
主营收入增长率	415.30%	−47.41%	−11.96%	12.65%
净利润(百万)	12388.52	6970.01	6135.51	6913.18
净利润增长率	408.84%	−43.74%	−11.97%	12.67%
EPS(元)	1.868425611	1.05	0.93	1.04
P/E	10.12	17.98	20.42	18.13

根据分部估值法，公司 2009 年来自于非自营业务的 EPS 大约为 0.74 元，按照 15 PE 价值 10.6 元。对于自营业务，给予 2 倍的 PB，每股自营业务价值为 13.3 元。合计为 23.9 元。给予增持评级。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

石油化工:油价下跌,看好化工新材企

油价低位不利基础化工盈利,但化工新材企业具抗周期性

产品价格传导的实践性表明,化工产业链上端产品与石油的价格传导效应明显强于化工产业链下端产品与石油的价格传导效应。由于化工行业属于典型的资本密集型产业,成本构成中折旧占有绝对比重。历史实践显示:基础化工产品价格与原油价格边线出极强的正相关关系,而化工新材产品价格除与油价一定的正关联关系外还表现出自身的运行特征——整体波动有限。因此,油价下跌不利于基础化工盈利,但化工新材企业具有抗周期性。

看好化工新材料与政策性价格趋稳公司

抗周期性体现了化工新材料的产品价格下降幅度小于原料的下降幅度。因此从这个角度,产能存在内涵式扩张的化工新材料企业值得重点关注。所谓内涵式产能扩张是指企业在产量扩张的同时使单位产量的折旧额得到迅速下降。分析表明,烟台万华(600309)具有这种领先优势。另一方面,在原油价格下跌背景下,出于政策等原因使企业产品价格趋稳的行业必将有利于毛利率的明显提升。这一特征在炼油行业与民爆行业可以得到体现。维持上述子行业龙头企业中国石化(600028)、烟台万华(600309)与久联发展(002037)分别“增持”、“买入”与“买入”评级。

表1 石油化工(之一)上市公司股票池业绩预测(单位:元)

上市公司	评级	EPS/07	EPS/08E	EPS/09E	EPS/10E
烟台万华 600309	买入	0.89	1.07	1.79	2.71
中国石化 600028	增持	0.63	0.67	0.71	0.78
中国石油 601857	中性	0.74	0.75	0.80	0.88
久联发展 002037	买入	0.20	0.35	0.42	0.48

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长期油价看涨，短期油价波动

一、供给受限长期油价看涨

历史数据显示，全球原油价格整体呈现不断上涨趋势。统计表明，自 1995 年至 2007 年，纽约市场原油价格由 17.6 美元/桶上涨至 71.49 美元/桶，折算成年复合价格上涨幅度达到 11.38%。某种意义上，全球油价长期看涨是不争的事实。

首先，资源特征使全球原油实际供给增长缓慢。统计显示，全球原油探明剩余可采储量 1984 年为 1 037 亿吨，至 2004 年这一数字为 1 619 亿吨。自 1984 年至 2004 年全球原油探明剩余可采储量年复合增速为 2.14%。相比较，全球 GDP 年复合增速明显超越这一数字。以代表性的美国为例，1980 年美国 GDP 为 27 956 亿美元，至 2003 年这一数字为 108 572 亿美元，自 1980 年至 2003 年的美国 GDP 年复合增速达到 5.82%。与此同时，有限的原油资源在全球形成了高产业集中度——OPEC 在石油剩余探明储量中的占比超过 75%。

二、需求下降短期油价波动

供给受限使油价长期看涨，但需求的下降又将使全球油价呈现短期波动特征。考察历史，1997 年亚洲金融危机导致世界石油消费下降的这一趋势特征在 1998 年得到了明显体现。首先，金融危机导致了全球经济增速的放缓——全球 GDP 由 1997 年的 4%以上放缓至 1998 年的约 3%；其次，经济增速的放缓直接导致了需求的消费下降——全球石油消费增速由 1997 年的 2.58%下降至 1998 年的 0.47%；最终，1998 年纽约(WTI)市场原油价格由 1997 年的 25.5 美元/桶下跌至 1998 年的 17.8 美元/桶。

统计显示，1997 年与 2001 年世界原油消费增速明显下滑至 1%以下，结果 1999 年与 2002 年全球油价明显下滑。从这个角度，原油消费是油价的先行指标。值得注意的是，2008 年下半年以来，美国次贷危机导致的金融危机将直接影响全球的经济增速，从而必将影响全球的石油消费，由此 2009 年全球年度油价下滑成为可能。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

油价低位不利基础化工盈利，但化工新材企业具抗周期性

一、油价低位不利基础化工盈利

化工行业遍及自上端石油到下端最终消费品的整个长产业链。产品价格传导的实践性表明，化工产业链上端产品与石油的价格传导效应明显强于化工产业链下端产品与石油的价格传导效应。由于化工行业属于典型的资本密集型产业，成本构成中折旧占有绝对比重。因此，化工产链不同上下端的价格传导效应差异使上端的基础化工企业实际受益油价上涨。事实上，自2002年以来全球油价约5年的上涨通道过程使基础化工上市公司整体实现了持续业绩上涨。特别地，2008年中报显示诸如化肥、磷化工、纯碱等多数基础类上市公司的净利润实现了100%甚至更多的业绩增长，这些公司盈利可谓达到近年来的业绩高峰。考察历史价格走势，不难发现：基础化工产品价格与原油价格边线出极强的正相关关系，而化工新材产品价格除与油价一定的正关联关系外还表现出自身的运行特征——整体波动有限。

同样，在油价下跌过程中，这类企业盈利将面临业绩下降的放大效应。一方面，在产销量增长假定整体为10%的前提下，而油价下跌传导的基础化工品价格若同比下降10%，则这类企业的营业额整体反而下降。与此同时，产品价格下降及单位折旧成本在营业额下降时的相对上升，有望挤压该类企业毛利率，结果致使该类企业的利润下降幅度超过了收入下降幅度。

表2　主要基础化工上市公司(化肥类)净利润增速与油价增速比较(单位:%)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
华鲁恒升	—	—	−27.15	−2.34	36.87	71.38	60.15	39.17	33.50	36.66
湖北宜化	87.90	−27.37	−49.44	8.08	25.49	28.66	76.73	44.42	32.05	76.14
鲁西化工	−7.37	11.34	−41.80	25.31	19.47	12..02	47.75	20.77	3.63	52.35
全球油价	−33.02	41.28	51.88	−12.94	4.08	12.81	25.62	36.64	6.81	8.93

资料来源：中信建投证券研发部

因此，如果未来油价走出下降通道，则基础化工类上市公司很难走出特别如2008年中报所显示的骄人业绩，反而存在明显下滑的可能。事实上，1999～2001年全球油价的相对疲软使基础化工类企业整体陷入了业绩萎靡状态，其中多数上市公司出现了明显的业绩负增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、化工新材具抗周期性

化工新材料靠近化工产业链下端，与石油价格传导效应相对较弱。因此，化工新材料行业盈利状况表现出相对独立的运行特征。换句话说，与典型周期性特征的基础化工行业不同，化工新材料行业呈现明显弱周期特征。油价的上涨趋势与下降趋势使基础化工行业呈现相应的周期变化，但某种意义上，化工新材料类行业很少表现为与油价涨跌的周期变动。

表 3 主要化工新材料类上市公司净利润增速与油价增速比较(单位:%)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
烟台万华	50.53	26.93	89.51	102.25	53.21	50.51	73.71	53.06	39.80	71.55
蓝星新材	31.54	75.30	0.26	−20.95	3.29	15.60	71.69	116.73	−4.91	103.14
新安股份	—	211.17	−5.02	−11.08	56.74	9.37	290.9	59.32	50.65	50.10
三爱富	14.14	16.20	49.09	37.90	19.53	−15.5	91.86	21.55	−1.90	−24.71
全球油价	−33.02	41.28	51.88	−12.94	4.08	12.81	25.62	36.64	6.81	8.93

资料来源：中信建投证券研发部

化工新材料的弱周期特征使其在化工产品价格(原油)下滑过程中，其价格整体下降幅度会小于原料(基础化工原料)价格下跌幅度，从而化工新材料行业具有抗周期性。这从聚氨酯行业与有机硅行业的产品原料价格差走势便可得以验证。

看好化工新材料与政策性价格趋稳公司

一、抗周期性使化工新材料可相对看好

作为重工业，化工新材料的成本构成中原料与折旧占据绝对比重。抗周期性体现了化工新材料的产品价格下降幅度小于原料的下降幅度。因此从这个角度，产能存在内涵式扩张的化工新材料企业值得重点关注。所谓内涵式产能扩张是指企业在产量扩张的同时使单位产量的折旧额得到迅速下降。一般的，单位产量的折旧额下降可通过两种方式进行——在既有装置基础上技改扩能，新建单套放大的装置。当然，所有这两种方式均以来技术的领先优势。

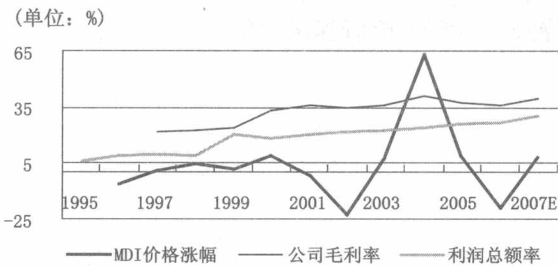
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4　烟台万华 MDI 装置(烟台)历次技术改造投资额比较

技改项目	实施年份	实际完成固定资产投资额（万元）	改造后 MDI 产能（万吨/年）	新增产能（万吨/年）	新增单位产能投资额（万元/万吨）
第一期改造	1995～1996	7 304	1.5	0.5	14 608
第二期改造	1998～1999	6 656	2	0.5	13 312
第三期改造	2000	15 833	4	2.0	7 916.5
第四期改造	2001	17 000	6	2.0	8 500.0
第五期改造	2002	15 280	10	4.0	3 820.0

资料来源：中信建投证券研发部

分析表明，烟台万华(600309)具有这种领先优势。一般的，MDI 单套 4.5 万吨/年相对 2.3 万吨/年的装置投资额每吨节约 27.32%，烟台基地逐次技改单位产量投资额不断下降，第五期技改较第一期技改单位投资额降低 73.85%。结果，在公司 10 多年来主要原料苯胺价格明显超越 MDI 价格涨幅(年复合上涨，前者 12.37%，后者 3.33%)时，公司毛利率稳定趋扬——1997 年 21%，2007 第三季度为 39%。同时，期间费用率由 2000 年的 14.06%下降至 2006 年的 9.26%。最终，公司利润增速超越收入增速。至此得出公司盈利模式——产销量持续增长！数据显示，1998 年、1999 年、2000 年、2001 年全球油价分别上涨－33.03%、41.28%、51.88%与－12.94%，而相应烟台万华(600309)的净利润分别增长 50.53%、26.93%、89.51%与 102.25%。



资料来源：中信建投证券研发部

图 1　烟台万华历年毛利率变动与 MDI 价格涨跌/%

烟台万华(600309)：良好性能使 MDI 聚氨酯材料成为其他传统材料的良好替代品，而两者材料价格差延缓了替代进程。从这个角度，MDI 的未来市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从两方面展开——伴随GDP增长的自然消费升级使MDI市场稳定高增长、主观推动将使MDI需求更快增长(如建筑节能、秸秆板材、家电下乡等)。广阔的市场空间使公司得以盈利模式复制——产销量持续增长!(内涵式产销量增长带来收入增长与毛利率稳定提升),从而业绩可持续增长!——未来3年年复合业绩增速仍有望达到50%,继续维持"买入"评级。不过,此次美国次贷危机若对我国经济冲击使GDP下降则将使烟台万华(600309)的业绩预测存在下调风险。详见《烟台万华(600309)深度报告200801》

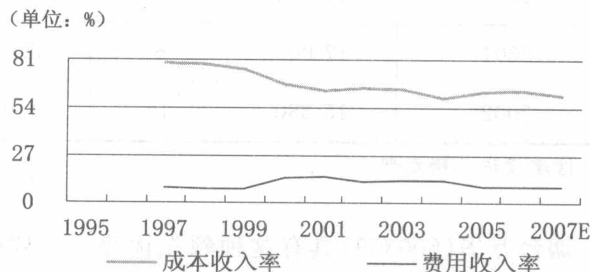


图2　烟台万华公司历年单位收入的成本费用率比

二、政策性价格趋稳公司值得看好

在原油价格下跌及化工原料产品下跌的背景下,出于政策等原因使企业产品价格趋稳的行业必将有利于毛利率的明显提升。这一特征在石油制品的炼油行业与专用化学的民爆行业可以得到体现。由此,笔者看好石油制品行业的龙头企业——中国石化(600028)、民爆行业的相关企业——久联发展(002037)、江南化工(002226)。详见《中国石化20080428动态:调升为"增持"》、《久联发展20060525调研深度》等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

化工:民爆行业将迎来大发展

2008 年,行业均处于乏力时期

2008 年 1～9 月,轮胎外胎产量为 42 591.6 万条,同比增长 12.9%,子午胎产量为 19 845.7 万条,同比增长 14.9%。增速较 2007 年回落 10.9 个百分点和 20.4 个百分点。2009 年我国矿山开采量将出现下滑,公路运输受宏观经济影响,重卡销量仍将不容乐观,我们预计 2009 年我国载重子午胎数量增速会继续放缓。民爆行业 2008 年 1～9 月的工业总产值增速出现下滑,分月度看,2008 年 7 月、8 月,民爆工业总产值增速呈现明显下降趋势,分别为 30.4%、27.2%,而 9 月数据显示,增速出现上升,达到 39.3%。

2009 年,民爆行业将迎来大发展

(1)产品结构调整基本完成;自 2008 年起铵梯炸药、导火索、工业火雷管和高污染的起爆药剂已不再生产,2008 年 4 月起上述产品已经不在销售。

(2)原料价格出现回落;硝酸铵价格受到石油、煤炭价格下降的影响,原材料价格逐步回落,硝酸铵价格已从 2008 年 8 月最高点的 2 950 元/吨,市场硝酸铵价格仍有下降空间。

(3)产品提价一波三折提价幅度约 30%。自 2008 年 8 月 20 日起,适当提高民用爆破器材出厂基准价格,扩大民用爆破器材出厂指导价格允许浮动幅度。

重点公司

久联发展,在原料价格呈现下降趋势,产品提价以及未来需求平稳的环境下,预计 2008 年、2009 年公司每股收益分别 0.27 元、0.67 元,维持买入评级。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008 年，行业均处于乏力时期

随着石油、煤炭等资源价格大幅波动，2008 年日化行业的主要原材料天然橡胶、合成橡胶、磺酸、硝酸铵、炭黑、钢材、脂肪酸等日化产品的原料价格也相应地大幅震荡。

一、橡胶制品

据中国橡胶工业协会对重点会员企业统计，2008 年 1～9 月份，橡胶行业经济运行保持了稳定增长，但增速平缓回落，7 个分会、281 家重点会员企业共完成总产值 1 358.2 亿元，比 2007 年同期增长 21.7%，增速比 2007 年同期回落了 7 个百分点；完成出口交货值 352.6 亿元，同比增长 12.7%，增速同比回落 16 个百分点。

轮胎的耗胶量占橡胶工业总耗胶量的 70%以上，轮胎行业发展状况决定了橡胶工业的发展。轮胎分会 46 家会员企业，2008 年 1～9 月综合外胎产量 1.9 亿条，同比增长 9.8%，增速回落 11 个百分点；其中子午胎产量 1.5 亿条，同比增长 16.9%，增速回落 15 个百分点；子午化率达到 79%，比 2007 年提高 5 个百分点，全钢子午胎产量 3 574.6 万条，同比增长 31.51%，增速提高 3 个百分点。1～9 月份共完成销售收入 1 416.6 亿元，同比增长 25.9%，增速回落 5 个百分点，其中子午胎销售收入为 786.8 亿元，同比增长 26.7%，增速回落 13 个百分点。

2008 年 1～9 月份，轮胎外胎产量为 42 591.6 万条，同比增长 12.9%，子午胎产量为 19 845.7 万条，同比增长 14.9%。增速较 2007 年回落 10.9 个百分点和 20.4 个百分点，子午胎产量低于协会统计数据回落幅度。

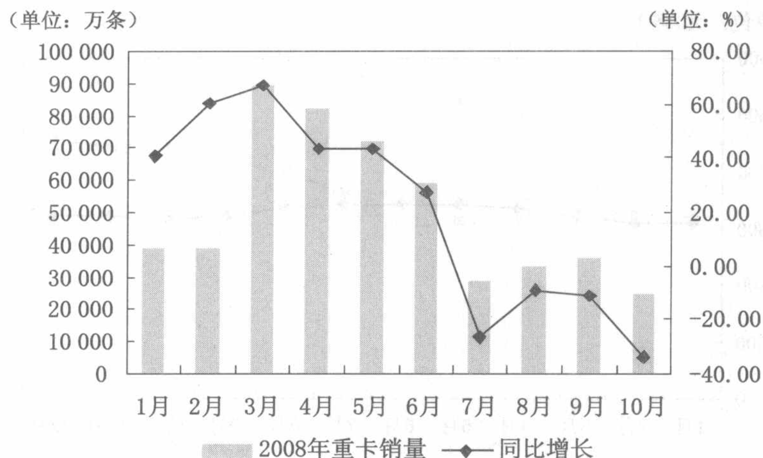
轮胎出口继续放缓，2008 年 1～9 月份共出口轮胎交货量为 8 242.7 万条，同比增长 5.9%，增速回落 24 个百分点，其中子午胎出口交货量为 7131 万条，同比增长 11.1%，增速回落 35 个百分点，轮胎重点会员企业 2008 年 1～9 月份共实现利润总额(42 家)21.1 亿元，同比下降了 28.4%。

数据显示，客或货车新轮胎(即主要为载重子午线轮胎)出口量同比始终低于机动小客车用新的充气橡胶轮胎的同比增速，数据显示自下月起销量持续负增长，由 6 月同比增速 27.28%降为 7 月负 26.72%。

国内轮胎企业的增长主要集中在载重轮胎。随着高速公路客运和货运的快速增长，以及国内重卡汽车保有量的不断上升，使得载重子午轮胎的需求增长强劲，但考虑到国 3 标准切换的影响，2008 年下半年重卡销量大幅下滑，自 6 月起销量持续负增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2009年我国矿山开采量将出现下滑，公路运输受宏观经济影响，重卡销量仍将不容乐观，我们预计2009年我国载重子午胎数量增速会继续放缓。



资料来源：中信建投证券研发部

图1 重卡销量变化情况

二、礼花民爆

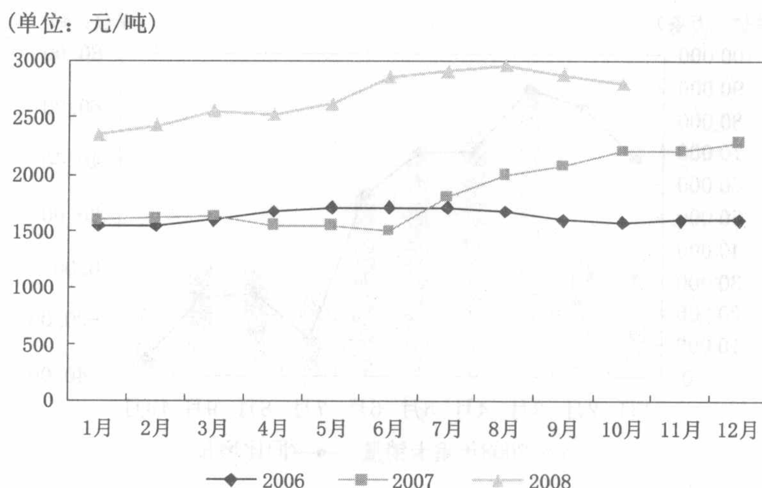
民爆行业是我国为数不多的受政府严格监管的行业之一，行业总体情况比较稳定，2007年由于受国家关于民爆行业"十一五"规划的影响，在行业大整合及淘汰铵锑等有毒炸药的过程中，结构调整成效显著，一年来，通过对企业组织结构大幅精简和整合，到2008年11月底，全国生产企业已从原有的405家压缩至154家，销售企业已从1 728家压缩到500家以内。企业的布局更为合理，规模化生产经营模式初步形成。至2008年3月底国家限制生产的铵梯炸药、导火索、火雷管等已全部淘汰。

2008年1～8月份民爆行业经历了较为艰难的路程，由于国家控制民爆产品的销售价格，并且行业的特殊性决定了民爆产品价格不可能放开，原料硝酸铵（见图2）以及煤炭等能源价格大幅上涨的过程中，产品的销售价格不能同步上调，优势企业的能力不能充分体现，致使多数企业陷入困境，在收入增长的同时，利润总额出现下降，2008年前3季度民爆销售收入同比增长分别为22.77%、27.79%、24.39%，而利润总额则同比下降3，分别为－8.83%、－17%～87%、－25.45%。

硝酸铵价格自2007年6月起一路走高，由2007年6月的1 500元/吨上涨到2008年8月的2 950元/吨，涨幅高达96.7%，硝酸铵成本占炸药成本45%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

左右，使得炸药成本上涨约43%，2008年9月硝酸铵价格出现小幅下降，长期来看硝酸铵价格会继续走低。



资料来源：中国石油和化学工业协会

图2 硝酸铵价格走势

2009年，看好民爆产业

一、行业盈利能力出现反转

我们可以看到2006～2007年我国民爆产量增速下降，但民爆工业总产值增速依然是上升，民爆行业经营状况良好，但2008年1～9月份的工业总产值增速出现下滑，分月度看，2008年7月、8月，民爆工业总产值增速呈现明显下降趋势，分别为30.4%、27.2%，而9月数据显示，增速出现上升，达到39.3%，相比较整个专用化学产品制造业分月度工业总产值自6月起增速成直线下降趋势，这并不是偶然，主要是2008年1～8月份民爆行业面临着产品结构调整，原材料价格大幅上涨以及产品销售价格已无上涨空间三大不利条件，使得行业工业总产值增速出现下滑，9月份增速出现上升，并超过了专用化学产品制造业，是否意味着行业春天已经到来？

二、行业增长动力

在企业不堪重负的时候行业增长动力来临。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

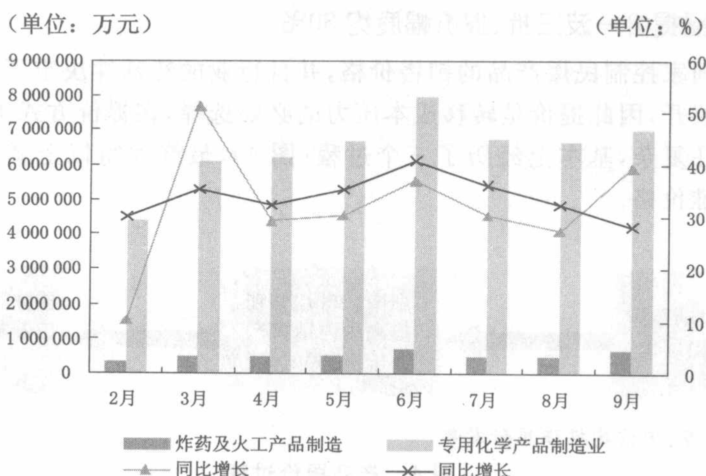


图3　全国民爆及专用化学品分月度工业总产值

1. 产品结构调整基本完成

国家"十一五"规划要求到"十一五"末期，基本淘汰铵梯炸药、导火索、工业火雷管和高污染的起爆药剂，自2008年起上述产品已不再生产，2008年4月起上述产品已经不在销售，但各企业的新生产线多数处在试生产阶段，新产品生产过程受到一定限制，尤其是铵油炸药的生产线，由于铵油炸药是新品种，规模化生产过程中难免出现一些问题，但随着近三个季度的调试磨合，各企业的新生产线调整也基本完成，目前产品结构调整基本完成。

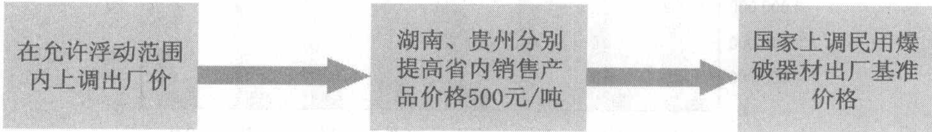
2. 原料价格出现回落

硝酸铵价格受到石油、煤炭价格下降的影响，原材料价格逐步回落。硝酸铵价格已从2008年8月最高点的2 950元/吨，回落到2008年10月的2 800元/吨（见图2），降幅为5%。虽然降幅较小，但我们根据石油价格的降幅以及硝酸铵市场占有率约10%的兴化股份2008年的数据显示，兴化硝酸铵价格从3 400元/吨的最高位已经下降到11月的2 600元/吨，降幅为23%，可以看出硝酸铵价格仍有下降空间。虽然国家52号文规定，不再批准新设立硝铵化肥厂，但并没有限制现有企业的产能扩张。兴化股份2008年硝酸铵的产能为35万吨，到年底产能达到45万吨，而到2009年底公司硝酸铵的产能将达到75万吨。因而，随着现有企业的扩能，硝酸铵的产量还在不断增加，但硝酸铵价格下降空间仍要看煤炭和石油价格走势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 产品提价一波三折，提价幅度约30%

由于国家控制民爆产品的销售价格，并且行业的特殊性决定了民爆产品价格不可能放开，因此提价是转移成本压力的必要选择，在提价方式上，此次价格上调较以往复杂，基本上经历了三个过程(图 4)，最终才得以上调民用爆破器材出厂基准价格。



资料来源：中信建投证券研发部

图 4　产品提价过程

各民爆公司为应对原料价格上涨，产品出厂价已经在基准价格的基础上有所上浮，且多数企业均在 10%以上；尤其是湖南、贵州两省还相继出台了炸药信息系统编码收费的文件，规定在本省内销售的民爆产品加收炸药信息系统编码费 500 元/吨，涨幅在 10%左右；考虑到下游厂商对提价的接受过程，我们预计各民爆企业的出厂价格影响幅度均小于 20%，影响程度低于市场预期。

2008 年 8 月 15 日国家发展和改革委员会《关于调整民用爆破器材出厂价格的通知》(发改价格[2008]2079 号)，文件规定："自 2008 年 8 月 20 日起，适当提高民用爆破器材出厂基准价格，调整后的各种品种出厂基准价格见附表；扩大民用爆破器材出厂指导价格允许浮动幅度。民用爆破器材出厂指导价格允许浮动幅度由现行下浮 5%、上浮 10%，扩大为上下 15%。企业可根据国家规定的出厂基准价格，在允许的浮动幅度内自主定价。"

久联发展(002037)公告称，公司决定从 2008 年 8 月 20 日起按照出厂基准价格对生产的民爆产品价格全面进行上调。各类民用爆破器材产品基准价格在原价基础上平均上调 30%左右，出厂指导价格的浮动幅度在 10%左右，预计对公司本年度的净利润影响在 2 500 万元左右。

表 1　主要民爆产品基准价调整情况

产品名称	型号规格	单位	2005 年基准价	现行基准价	涨价幅度
多孔粒状铵油炸药	40 公斤	吨	2 940	4 140	40.82%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

产品名称	型号规格	单位	2005 年基准价	现行基准价	涨价幅度
岩石乳化炸药（一级）	每卷 150～250 克	吨	4 540	5 870	29.30%
岩石乳化炸药（二级）	每卷 150～250 克	吨	4 450	5 750	29.21%
煤矿乳化炸药	每卷 150～250 克	吨	4 830	6 610	36.85%
岩石膨化硝铵炸药	每卷 100～200 克	吨	4 580	5 670	23.80%
一级煤矿许用膨化硝铵炸药	每卷 100～200 克	吨	4 420	5 600	26.70%
一级抗水煤矿许用膨化硝铵炸药	每卷 100～200 克	吨	4 470	5 770	29.08%
改性铵油炸药	40 公斤	吨	—	5 440	—
现场混装多孔粒状铵油炸药		吨	3 410	4 800	40.76%
1 号～3 号铵油炸药	每卷 100～200 克	吨	3 810	4 920	29.13%

资料来源：国家发改委

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无机农化：关注复合肥和农药子行业

化肥：氮肥、磷肥产能过剩，关注钾肥和复合肥

国家出台一系列利农和惠农政策，大幅度提高了粮食收购价格。由于化肥和粮食的高相关性（相关系数 0.976），所以我们预计 2010 年国内的化肥消费量将达 6 076 万吨。未来三年，国内化肥需求将保持 5.96%的增速。氮肥产能过剩，产品价格将低位徘徊；磷肥产能严重过剩，高价库存有待消化。国际钾肥价格在供给下降和需求下降中博弈。复合肥行业为非周期性行业，复合肥行业的固定资产投资规模较小。我们预计未来复合肥需求增长在 20%左右，复合肥发展前景乐观。

农药：除了草甘膦，我们还能投资什么

国内农药上市公司共 19 家，其中有 8 家经营草甘膦品种，由于草甘膦产能过剩，预计未来 1～2 年草甘膦价格将很难有上涨的空间。随着油价回落，农药行业的生产成本下降，而需求稳定增长，未来农药的趋势将会向两端发展。

纯碱：产能增加，需求疲软

随着新建产能投产，纯碱行业产能过剩状况将出现，而随着下游玻璃、氧化铝、洗涤剂等大幅减产，市场对纯碱的需求也将大幅下滑。需求下滑，生产过剩将导致纯碱价格下降，进而影响纯碱生产企业盈利。在下游需求没有好转之前，建议纯碱生产企业控制生产量。

磷化工：政策调控导致磷化工景气下降

国家政策将磷矿石从国外向国内价格传导链切断，虽然近期国家放松了磷肥出口管理，长期来看，出口政策会更加严格，而磷化工下游需求下降，国内磷化工景气下降。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

化肥：氮肥、磷肥产能过剩，关注钾肥和复合肥

化肥作为粮食的“粮食”，是农业生产中的重要战略资源，它在保障粮食安全与人民生活健康方面起着举足轻重的作用。每年大量的化肥在世界各地生产出来，通过国际贸易、海陆运输和市场销售等渠道，最后被用户施用在世界各地不同的土壤上，转化为人类所需的粮食、水果和蔬菜，保障着人类对粮食资源的需求。我国的化肥生产和消费已有百年的历史，化肥对我国粮食单产增长的贡献率高达40%～50%，对提高总产的贡献率30%～31%，与农电、农机、水利等技术进步因素相比，化肥在其中贡献率高达52%。从1978年到2007年，30年以来我国化肥消费量与粮食生产总量相关系数达到了0.976，呈极显著相关。

农业部数据显示，今后一个时期，中国粮食需求总量每年将增长80亿斤以上，肉类需求增长80万吨以上，其他主要农产品需求也将继续增长。在耕地面积不断减少的情况下，依靠增加面积来提高农产品产量已不太现实。长期来看，粮食产量增长，主要依靠农药和化肥的投入、科技进步和技术创新，如品种选育等，逐步提高作物的单产；而单产的提高也需要作物营养的支持，化肥施用量的多少对作物单产提高具有重要的作用。2007年，国内粮食和经济作物产量分别为5.02亿吨和4.34亿吨，人均产量分别为380公斤和329公斤，考虑人口增加和人民生活水平改善；到2010年，国内的粮食和经济作物人均产量将达390公斤和350公斤，按2010年国内人口13.6亿计算，那时国内的粮食和经济作物产量只有分别达到5.304亿吨和4.76亿吨，才能够满足人们的生活需求。从化肥和粮食的极显著相关性可以计算出，2010年国内化肥的施用量将达6 076万吨，而2007年国内化肥的施用量为5 108万吨，也就是说未来三年内，国内的化肥需求将保持5.96%的增速，而从1982年到2007年国内化肥需求的复合增长率为4.99%。

一、氮肥：产能过剩，产品价格低位徘徊

2007年年底和2008年年初的尿素大量出口导致国内尿素市场价格出现大幅上涨。国家为保障国内氮肥供应连续两次调整出口关税，从而限制尿素大量出口，保障了国内尿素供应，但尿素市场价格在高位时上涨到2 300元/吨以上。随着油价回落，尿素淡季到来，国内尿素价格大幅回落，现已降到1 700元/吨。近期国家对出口关税有所松动，但从国际尿素市场来看，在国内尿素出口关税政策影响下，国内的尿素产品也很难出口。而国内尿素产能过剩明显，行业竞争将更加激烈。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2007年我国有氮肥企业543家，2007年氮肥装置总能力约为4 500万吨(折纯N，下同)，产量为4 187.6万吨。2007年，国内氮肥施用量2 297万吨，复混肥1 503万吨，考虑到复合肥中氮元素的比例占60%，那么在2007年国内氮肥实际施用量在3 199万吨左右，而国内的表观消费量3 862万吨，考虑氮肥10%使用于工业上，我国氮肥产品满足国内需求没有任何问题，且产能过剩现象明显。

据调查，2007年我国有尿素生产企业194家，装置总能力为5 550万吨左右(实物)，产量2 229万吨(折纯)，占国内氮肥产量的53.2%，目前装置能力过剩、产量供大于求已非常明显。据不完全统计，2006年新增产能400万吨，2007年新增产能300万吨，2008～2010年包括在建拟建及扩建的装置能力达到837万吨，也就说到2010年，国内尿素产能将达6400万吨。从国家最近的一系列关税政策来看，关税虽有松动，但为保障国内氮肥供应，大规模出口可能性比较小。

总体来看，2009年，新建尿素产能投放，预计尿素大量出口恐难实现，虽然国家调整了国内粮食收购价格，农民的种粮积极性会有有所提高，但尿素供大于求的局面难以改观，而主要原料煤炭价格下降幅度不会太大，动力成本居高不下，面对激烈市场竞争，成本将成为企业竞争的唯一砝码，因此，我们建议关注具有成本优势的行业龙头，如华鲁恒升。

二、磷肥：产能严重过剩，高价库存有待消化

高浓度磷肥是我国磷肥发展的方向，但在快速发展的同时，面临产能严重过剩的问题。有资料显示，到2006年底我国已建成900万吨(实物)磷酸二铵生产能力，磷酸一铵产能1 000万吨。2007年底磷酸二铵产能达到1 100万吨，2008年还有120万吨装置投入运行。届时磷酸二铵和磷酸一铵都将超过需求的600万～700万吨，产能过剩问题严重。

数据显示，磷酸二铵前10名企业产量占国内总产量的80.5%，磷酸一铵前10名企业产量占国内总产量的60.5%。如此高的产业集中度，且产能严重过剩，而磷资源为稀缺性资源，国家放开大规模出口的可能性又很小，且磷肥为同质化产品，所以价格将成为企业竞争的唯一武器，特别是大企业之间的竞争将更为残酷。短期内业内的大企业任何一家都不会轻易退出此行业。

成本压力减缓，高价库存有待消化。硫磺价格由最高800美元/吨，回落到40美元/吨，价格跌去90%，磷肥的成本压力得以缓解。但是硫磺价格的暴涨暴跌导致磷肥行业库存了大量高价位的硫磺和成品，从磷肥行业的数据来看，这些库存浮亏在70亿元左右，吞噬了行业前几年的利润；我们预计在未来很长一段时间内，国内的磷肥价格将低位运行，直到最终个别企业出局，供需重新达

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到平衡，产品价格才能走稳，企业盈利水平才能稳定和提高。

三、钾肥：国际价格扑朔迷离，国内价格看涨

国际钾肥价格在供给下降和需求下降中博弈。国际钾肥价格高位运行，是目前国际市场上唯一未跌的大宗商品。国际钾肥巨头为实现高价位带来超额利润，国际钾肥公司限产保价，总量在202万～225万吨。其中希尔维尼特减产45万吨，BPC减产70万吨，K+S减产40万吨，加钾减产52万～70万吨；俄罗斯地面裂缝威胁铁路支线运输的情况鲜有改观，加拿大钾肥公司罢工在继续，加上Canpotex近日宣布已经确定了与日本购买商新供货合同的缔结，将于2009年上半年进行运输，价格较目前水平有200～220美元/吨的上调，那么往日本输入货物新的成交价将达到900美元/吨左右这些因素将支持当前钾肥的高位运行。但是由于全球金融危机，粮食价格下跌影响了农作物对化肥的需求量，东南亚的棕榈和巴西的甘蔗种植面积下降，这就需要钾肥市场在供给和需求中重新寻找一个新的平衡点。我们判断，如果国际钾肥巨头大幅降低产量，国际钾肥价格将能维持，但是大幅减产是否会对巨头们利润总额产生影响，这是钾肥巨头在市场博弈中所必须要考虑的问题。

国内钾肥监管政策迟迟未出台，2009年钾肥谈判已经开始，如果国际钾肥不出现暴跌局面，国内钾肥将高位运行，钾肥海运费用的大幅下降是对钾肥进口的最大利好。截至2008年9月底，国内共进口钾肥384万吨，约为2007年同期的50%。2008年9月份国内钾肥的到岸价696美元/吨，国内钾肥进口呈现量减价涨局面；2007年，国内进口钾肥约941万吨，考虑部分转化为2008年库存，加上2008年的进口量，国内钾肥消费基本持平。由于国内钾肥库存的大幅减少，虽然钾肥需求下降，但水果等高需钾作物对钾肥需求呈刚性，且随着新一轮钾肥谈判开始，因而我们预计钾肥谈判价格可能会有所上调。

四、复合肥：面临发展机遇，未来3年将保持20%的增长

复合肥行业为非周期性行业。复合肥行业的固定资产投资规模较小，固定资产比率在30%左右。相比之下，单质肥行业的固定资产投入大、工艺流程也相对复杂。复合肥行业固定资产投入少，行业进入门槛低，企业比较容易进入和退出这个行业。在行业盈利水平增加的情况下，就会有大批企业进入这个行业；当行业供给增加，产品盈利水平下降，资金就会撤离，短时间内行业盈利又会恢复到一个合理的水平。因而，对轻资产行业而言，行业的波动性小，合理的行业净利率水平将使复合肥行业的企业数量保持在一定范围之类，正是由于固定资产的低投入，决定了复合肥行业的弱周期性特点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

氮肥和磷肥产能过剩凸显复合肥投资机会。氮肥和磷肥产能过剩一方面会导致其产品价格的大幅下降。产能过剩，且化肥为“两高一资”产品，化肥供应关系国计民生和国家粮食供应，因而对化肥出口政策不会太宽松。复合肥为肥料的二次加工，其主要原料为尿素、磷肥和钾肥，原料价格下降，将会降低复合肥企业的采购成本；氮肥和磷肥产能过剩的另一方面就是产品价格低迷，进而会影响公司的盈利水平。按照氮肥8年的一个经营周期，预计2009年，氮肥行业经营将不容乐观，氮肥和磷肥行业经营业绩将会出现下滑，不排除出现亏损的可能性。

前文我们测算到2010年，国内的化肥施用量将达到6 076万吨，2007年，国内的复合肥施用量为1 503万吨，复合化率30%。按照农业部的部署，要求到2010年国内的化肥的复合化率要到50%；如果按照此要求测算，那么未来三年内国内的复合肥需求年均增长率26.4%，如果按40%和35%的复合化率来计算，其年均增长率将达17.4%和12.3%。因而，综合考虑我们预计未来复合肥需求增长在20%左右，复合肥发展前景乐观。

国家统计数据显示，复合肥企业固定投入比较低，固定比率仅为30%左右。但是由于生产和销售的长周期，以及在复合肥行业普遍存在的赊销现象，复合肥企业需要在产成品上投入较大的流动资金。因而，复合肥企业的产成品资金占有率比较高在20%左右；而复合肥行业的资产负债率在65%左右，因而在原材料涨价时，复合肥企业需要支付更多的财务成本，需要更多的流动资金来备货。然而，在高利率及国家紧缩银根的情况下，复合肥生产企业多数为中小企业，它们很难从银行筹借到企业所必需的流动资金。这样的话，复合肥企业的资金链就显得尤为紧张。2008年很多复合肥企业开工不足，甚至倒闭。综上，外围的宏观环境将加速复合肥行业的整合，那些规模小、底子薄、管理差、没有竞争优势的企业将会被淘汰，而那些规模大、现金流充沛、产品质量好、重视品牌建设和推广的企业将得到用户的认可，这些企业将面临发展机遇。因此，关注芭田股份。

农药：除了草甘膦，我们还能投资什么

目前，国内农药上市公司共19家，其中有8家经营草甘膦品种。在2008年，这8家上市公司业绩均实现了高增长，但是好景不长，草甘膦价格在暴涨之后就是瞬间的暴跌。半年来，草甘膦价格已从10万元/吨跌至2.5万元/吨。价格的下跌主要是供给的大幅增加，而需求增加有限。2007年国内草甘膦产能30万吨，同比增长50%，产量为18万～20万吨，而2008年上半年国内草甘膦产能已激增40万吨，产量10万吨。2007年全球草甘膦需求量44.3万吨，而2008年需求增加7 000吨，更为夸张的是，2008～2010年国内计划新增产能40

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

万吨，届时国内的草甘膦产能将达80万吨。在不考虑国外产能的情况下，国内草甘膦供给都已超过全球的需求。因而预计未来1～2年草甘膦价格将很难有上涨的可能，草甘膦行业必须经过一番洗牌后，行业的盈利才会回归到合理水平。

那么在农药行业，除了草甘膦我们还能投资什么？目前，国内共有2 200家农药企业，600家原药企业。国内农药的现状是小而乱的局面，农药行业供大于求的局面依旧存在，随着油价回落和生产成本的下降，以及社会对农药需求稳定的增长，未来农药的发展趋势将会向两端发展：即走技术路线，研发农药的后专利原药产品；走销售路线，扩大制剂的销售渠道和网络。而农药原药产品，主要还是看大宗农药品种，这样的产品的市场空间巨大；而对制剂企业来说，未来销售渠道将向优势企业集中，我们看好具有渠道优势的农药企业——诺普信。

纯碱：产能增加，需求疲软

由于纯碱企业搬迁，及下游的旺盛需求的影响，纯碱行业从2006年下半年，开始从低迷逐渐走向兴旺，市场需求量不断放大，国内纯碱市场的活跃性不断提高；2007下半年年纯碱市场景气度再度走强，尤其是下游玻璃和氧化铝对纯碱的需求。在下游需求的带动下，纯碱的产销量和产品价格不断走高；2007年国内纯碱产量1 760万吨，创历史最高水平，同比上涨10.3%。在产量增加的同时，纯碱的价格在需求的带动下也屡创新高。随着产品价格不断上涨，国内一大批企业加入到纯碱扩能中，2007年国内纯碱产能为1 870万吨，而在2008年包括金晶科技等企业新建产能达500万吨，产能增幅为26.7%。随着新建产能投产，纯碱行业产能过剩状况将现。

虽然2008年上半年纯碱行业的下游需求保持旺盛的局面，然而随着全球金融危机蔓延、国内出口放缓、纯碱下游的玻璃和氧化铝行业纷纷减产，市场对纯碱需求骤减。近几个月的产量数据就证明这一点，平板玻璃2008年7月份产量增速为0.55%，8月份为5.4%，到10月份有所好转，但是后市需求不太看好；同样，日用玻璃9月份和10月份的增速仅2.19%和5.13%，而2007年产量增速基本在30%左右；氧化铝产量也有2007年同期的50%的增速下降到20%左右，中国铝业已经宣布削减氧化铝产能计划，预计未来产量增速还将呈下降趋势；另外一个对纯碱需求的行业就是洗涤剂，受出口影响，洗涤剂产量自2008年8月份以来已出现负增长，9月份产量同比下降14.4%，10月份下降1.9%；从上述数据来看，纯碱下游需求呈现疲态，而产能持续扩张，产品供大于求矛盾将日趋突出。

从行业角度来看，由于需求的大幅下降，纯碱价格回落，纯碱行业的毛利率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将会下降，从而影响纯碱上市公司的盈利，因此，我们建议回避纯碱行业的投资。

磷化工:政策调控导致磷化工景气下降

油价大幅下跌，国际 DAP 价格出现暴跌，产品价格已由最高的 1 300 美元/吨，下降到现在的 500 美元/吨。虽然国际磷矿石处于高位运行，但随着人们对生物能源预期需求下降。然而因为际磷肥消费量将会下降，而磷肥消费占到整个磷资源消费的 70%左右，所以预计估计磷化工景气将大幅下降。

国内来看，由于磷资源的稀缺性，国家已经出台政策加强对磷矿石的出口配额管理。磷矿石从国外向国内价格传导链被切断，国内磷矿石价格不会跟随国际价格上涨；同时国家对磷矿石加征资源税，平抑矿石企业通过销售磷矿获得的高额利润；前期为保障国内磷肥供应，平抑国内磷肥价格，对磷肥加征了 150%的特别关税。由于硫磺价格暴跌，且国内磷肥大量库存，在国内磷肥企业的大力呼吁下，国内对磷肥出口政策有所松动。但从国内外价格来看，磷肥能否大量出口消化国内高价库存还有待观察。长期来看国家对磷肥出口政策将更加严格。由于磷肥出口下降，国内消费下降，而磷化工产品对磷资源的需求也在下降，如有机磷农药禁用、草甘膦价格暴跌等，所有这些都将会减少对磷矿石的需求。而国内磷化工基本上为基础磷化工产品，产品缺少技术含量，竞争主要凭借成本优势，对精细磷化工产品开发力度有限。因此，在国家政策调控下，国内磷化工景气下降。

行业投资策略:关注下游需求增长

2008 年上半年化工产品疯涨，下半年随着油价回落，化工产品价格暴跌。而化工企业基本上是重工业，固定资产投资比例较高，产品价格下降将使产品的毛利率大幅下降，进而对上市公司的业绩产生负面影响。我们预计 2009 年很多化工上市公司的业绩将会出现负增长。因此，我们看好下游需求增长，即固定资产投资相对较小的化工子行业，如固定资产投资较少的复合肥和农药行业，复合肥如芭田股份；农药我们看好农药流通企业，如诺普信。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

化纤:需求疲软,景气下行
差异化市场寻求机会

化纤行业:经济周期中的一个典型样板行业

我国化纤行业产能和产量已经超过了世界的50%以上,在涤纶、锦纶、粘胶等各子行业,我国的产量都是世界第一,举足轻重。进入2008年后,由于下游需求增速放缓,化纤行业销售收入增长率和亏损企业的亏损额增长率呈现了一个显著的剪刀形状,"越做越亏",表明行业在痛苦的坚持。受需求下降和前期原料价格高涨影响,化纤产品售价普遍已经接近成本线,行业开工率走低。

行业战略:穿差别化的鞋,走不一样的路

我们认为化纤行业现阶段采取的战略应该是区分产品需求市场规模,按照产品规模分别实施总成本领先战略和差异化战略。即,对大宗常规产品,如涤纶、粘胶,通过规模化、标准化生产、严格过程控制,用低成本换取高效益;对高性能的、差别化的产品采取差异化战略,做精做细,垄断高利润的小市场。

2009年的投资策略

就行业而言,在全球经济下行,美国等主要进口国经济衰退,需求减弱的大背景下,我们对化纤相关行业仍然维持中性评级。

就上市公司而言,我们更看好如下两个方面的公司:

化纤制造:拥有独特下游市场、需求相对有保证的高性能差异化产品的公司,如烟台氨纶。

化纤原料制造:产业链比较完整,跨行业发展,具有一定的抗周期性的龙头公司,如云维股份。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

化纤行业:经济周期中的一个典型样板行业

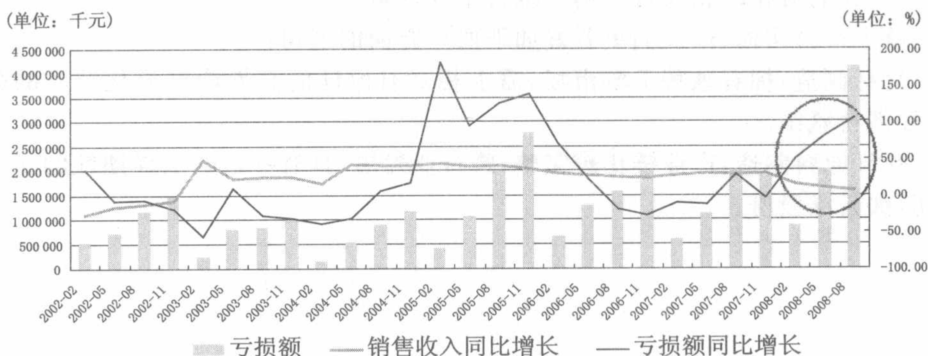
一、我国已经成为世界化纤的制造中心

2007 年世界主要纤维生产比上年增长 4%,达 6 770 万吨,创历史最高纪录;其中化学纤维比上年增加 9%达 4 070 万吨,首次突破了 4 000 万吨大关。2007 年,我国化纤行业总产能达到 2 572 万吨,产量达 2 390 万吨,产能和产量已经超过了世界的 50%以上。在涤纶、锦纶、粘胶等各子行业,我国的产量都是世界第一,举足轻重。截至 2008 年 10 月份,我国本年度的化纤累计产量已经达到 2 006 万吨,略高于 2007 年同期水平。

从产品比例来看,涤纶行业资产巨大,产量占全部化纤的 80%左右,但其销售收入仅占化纤全部收入的不及 60%,利润总额还不及 40%。值得关注的是"其他",包括了一些小品种的、有差别化、高性能化概念的产品,其经济效益和发展潜力明显优于常规化纤产品。

二、亏损严重,亏损面扩大

2007 年下半年以来,化纤行业销售收入和销售利润率明显缺乏驱动力,进入景气下降周期。上市公司业绩下滑尤为明显。可比上市公司的走势与行业走势一致,数据下降幅度强于行业平均水平,显示出上市公司业绩对行业景气度非常敏感。其中,销售利润率虽然绝对值多数时明显优于行业平均水平,但3 季度数据开始低于行业平均水平。



资料来源:中信建投证券研发部

图 1　行业亏损与销售收入对照

进入 2008 年后,由于下游需求增速放缓,化纤行业销售收入增长率和亏损

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业的亏损额增长率呈现了一个显著的剪刀形状，简而言之，即“越做越亏”，表明行业在痛苦的坚持。但企业限产将显示效应，剪刀差趋于缓和。

三、行业瘦身保价，产能利用率走低

受需求下降和前期原料价格高涨影响，化纤产品售价普遍已经接近成本线，行业开工率走低。

目前，化纤行业整体开工率在5～6成，亏损面达22%。分行业看，聚酯切片总负荷维持40%左右，涤纶长丝80%左右；锦纶小厂开工率30%～40%，大厂开工率60%，行业平均开工率52%；腈纶行业平均开工率55%左右；氨纶行业平均开工率在6～7成之间。

经济下滑、需求疲软，化纤行业走向景气底部

化纤行业是一个与经济周期紧密相关的行业，从历史数据看来，其周期持续时间与经济周期基本一致，波动幅度大于经济周期。需求，特别是国际市场需求，是我国化纤行业以及下游行业运行的重要驱动力。2008年以来，全球经济放缓导致了下游纺织需求的低迷不振，也导致了化纤产品销售收入同比增长率持续下降。

一、国际需求明显放缓，直接出口和下游产品出口受挫

我国化纤直接出口比例不高，化纤直接出口占全部产量的比例为7%左右，另外还有93%的化纤产品在国内转化为最终产品，以线、纱、纺织品、服装等其他产品形态满足内需和出口。

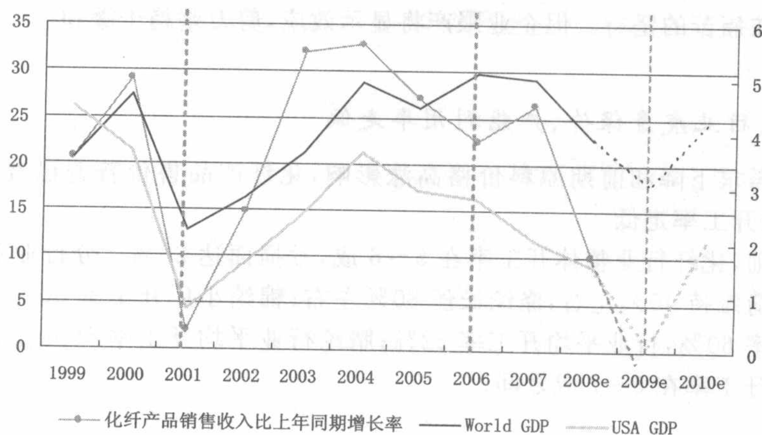
化纤直接出口连续呈现下滑趋势，其中化纤长丝出口增长率连续4个月下降，9月份数据18.6%；化纤短纤出口增长率连续5个月下降，9月份数据14.4%。进口方面，由于国内需求和成本压力，化纤进口负增长，其中长丝进口增长率为－1.5%，短纤进口增长率为－9.5%。

2008年1～9月份我国纺织原料及制品累计出口1 325.93亿美元，与2007年同比增长8.1%，增长率连续6个月下降。预计，受本币升值和外需下降的双重影响，纺织品出口增幅还将继续呈放缓趋势。

二、国内需求消费增长放缓，大幅波动可能性小

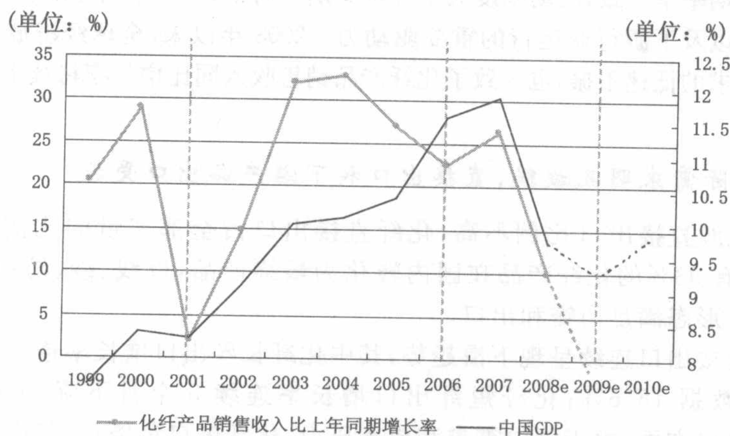
虽然国内经济也在放缓，但受消费结构和消费习惯等因素影响，化纤下游纺织零售增长率数字2年来一直稳定在25%附近。如果国内经济继续下滑，纺织品消费也将受到抑制，但出现大幅度波动的可能性并不大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源:IMF,中信建投证券研发部

图 2　行业销售收入与国际 GDP 增长



资料来源:IMF,中信建投证券研发部

图 3　行业销售收入与国内 GDP 增长

化纤产品售价低迷　企业接单战战兢兢

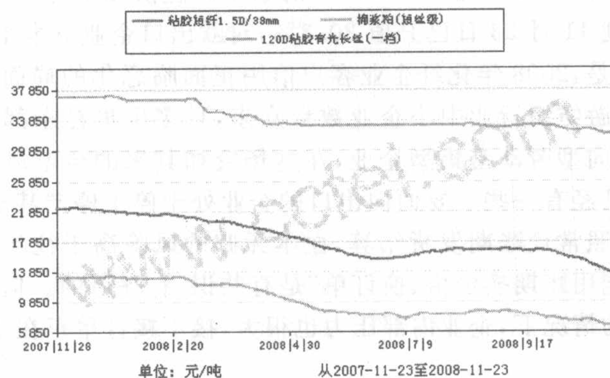
一、原料价格跳水,产成品价格逼近成本线

2008 年上半年,国际油价在各种因素作用下不断走高,达到历史最高的 147 美元/桶。随着化工产品价格中枢整体上移,多数产品售价上升。但相比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

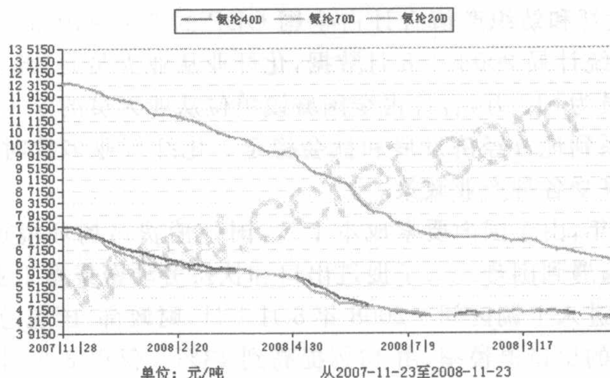
于石油价格和化工原料价格上涨幅度，化纤产品涨价幅度小很多，合成纤维产品价格总体平稳，氨纶价格甚至持续走低，盈利水平不断下降。

7月石油价格回落之后，一定程度上缓解了企业成本压力，但下游需求的疲软使化纤企业库存压力增大，化纤产品售价迅速下跌。传统上，9月份和10月份是纺织化纤行业旺季，但2008年反常，客户常规订单缩水，合同违约率高，企业库存压力增大，开工状况得不到有效改善。个别企业在11月底就开始放假；而大多数企业可能在恶化的经济环境中择机放假。随着下游市场悲观情绪逐级向上传导，化纤整体盈利水平的下降已经在所难免。



资料来源：ccfei，中信建投证券研发部

图4 粘胶及原料价格走势



资料来源：ccfei，中信建投证券研发部

图5 氨纶价格走势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、汇兑损失和客户信用成为企业接单绊脚石

自2005年人民币对美元升值以来，人民币长期升值趋势明显，出口化纤纺织企业越来越感受到升值压力给利润带来的负面影响。企业不仅面临订单的流失，还面临着已有订单的汇率损失。价格锁定时间长、结算周期周期长的大订单成为行业鸡肋。

欧元长期以来一直比较坚挺，在人民币对美元升值的情况下，2008年我国对欧洲的纺织品出口比例出现上升。截至2008年9月，出口欧洲纺织品占比达21.36%，高于2007年全年16.16%的水平。但仅几个月来人民币兑欧元呈现加速升值，到11月23日已升值20.3%，对欧出口企业下半年盈利堪忧。

更加紧迫是，2008年化纤企业客户信用正面临恶化的局面，货款安全成为问题。由于下游纺织行业中小企业数量众多，且多聚集在东部沿海地区，属于见单生产的外向型劳动密集型企业，在这场突如其来的金融风波中，多数企业现金流紧张，已经有一些主要面向出口的企业处于停工停产甚至破产状态。化纤企业如果按照常规账期发货结算，血本无归的风险高于往年。因此，化纤行业内部对“不能用账期换价格、换订单”是有共识、有呼声的。但在高成本、高库存、低开工率的情况下，企业内部压力也很大，接不接订单正在成为企业的两难抉择。

调控政策密集出台　频率创纪录

化纤行业在国民经济中的占比并不高，2007年度为1.28%，但其下游行业占到7.96%，化纤和纺织产值合计占全国GDP的9%～10%。在解决就业的方面，根据国家统计局2008年8月数据，化纤业从业人员是45.3万，但其下游纺织业从业人员为612万，合计占全国城镇单位从业人员的5.44%。纺织行业的稳定发展关系到地方经济发展和社会稳定。化纤行业多数时候作为纺织行业的相关行业享受各种产业政策。

进入2008年，由于国内要素成本上升，国外消费市场环境迅速恶化，制造业出口企业普遍遇到困难。为了促进出口和扶持劳动密集型工业、维护社会稳定等，出口退税进入上调区间。2008年8月1日，财政部、国税总局公布上调部分纺织品、服装的出口退税率，由11%提高到13%。仅仅3个月后，财政部、国税总局再次上调退税率，由13%提高到14%。

我们认为，出口退税调整是对宏观经济数据的积极响应，将进一步缓解化纤行业压力，增加行业发展信心，在短期内提升行业整体利润率，是出口导向企业的重大利好。但从长期影响看，我们仍然认为化纤行业景气下降的主要原因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是欧美经济下滑导致的下游需求低迷，人民币升值加快和生产要素价格上升导致的成本增加，以及同质产能扩张过快、产品差异率低导致的过度竞争等。在出口环境持续恶化的情况下，企业很可能会降低出口价格来换取市场空间，使国家对企业的补贴变成对消费市场的补贴。因此，我们认为行业回暖需要以行业需求回暖、运行质量转好为基础，可能的时机是全球经济回暖之时。

另外，我们认为，近期经济形势恶化传导到化纤行业需求上，还将影响后几个月的行业数据，出口退税存在第三次调整的可能。

行业战略：穿差别化的鞋　走不一样的路

一、国外产业升级经验

日本和德国是开发化纤技术最早的国家，但在20世纪70年代末80年代初，日、德产品在国际市场上受到了韩国和中国台湾地区产品的巨大竞争压力。也就是从这时起，日本和德国企业开始向国外低成本地区转移生产基地，投资工业用纤维和高附加值纤维。

在2000年前后，日本和德国的纤维生产企业产品向工业用高附加值产品的转轨工作大致已告一段落，工业用纤维的出口量占其纤维产品总出口量的80%，仅有20%的产品用于纺织服装生产。目前，日本高新技术纤维的产能已占全球产量的一半以上，垄断世界高新技术市场，尤其在碳纤维、芳纶纤维、PBO纤维、酚醛纤维、PPS纤维、氟纤维、中空纤维超滤膜及透析膜、醋酸纤维素及渗透膜等方面都处于领先地位。其中在碳纤维、芳纶、聚苯硫醚等高技术纤维方面发展最快，目前全球碳纤维产能的70%～75%由日本控制。欧洲在全球纤维开发及技术革新方面处于领先地位，重点开发高附加值的技术用、产业用、高性能新型纤维。

目前日本和德国化纤企业的产品又开始了二次升级转轨阶段：向IT技术产品用、环保用、安全卫生用产品转轨。

二、差别化高性能化是投资方向

为了在行业中获得有利地位，取得竞争优势，企业要么采取总成本领先战略，要么采取差异化战略。总成本领先战略是依托大规模生产，采取高度重视成本控制的手段，实现以低成本取得领先地位的目标。其特征是大规模、标准化、低成本。差异化战略，则是依据市场的不同需求，通过技术的革新、升级或引进，或者经营方法的改进创新，来提供区别于竞争对手的产品或服务。差异化战略特征是：规模中小、高成本、高收益、多样化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们认为化纤行业现阶段采取的战略应该是区分产品需求市场规模，按照产品规模分别实施总成本领先战略和差异化战略。即，对大宗常规产品，如涤纶、粘胶，通过规模化、标准化生产、严格过程控制，用低成本换取高效益；对高性能的、差别化的产品采取差异化战略，做精做细，垄断高利润小市场。

2009 年的投资策略

就行业而言，化纤行业是一个与经济周期紧密相关的行业，在全球经济下行，美国等主要进口国经济衰退，需求减弱的大背景下，我们对化纤相关行业仍然维持中性评级。

短期看，虽有 2007 年新增产能，但企业仍然会瘦身限产，产量不会放大。

中期看，化纤行业仍将处于周期底部，09 年上半年出现景气反转的机会很小，09 下半年情况还要看下游纺织服装行业的景气情况。化纤行业转暖的必要条件是需求转暖，我们需要等待行业转机的信号。

就上市公司而言，由于二级市场受外围市场和本国经济下行预期的影响，化纤企业市净率大部分已经在 1～2 之间，建议价值投资者可关注优质公司。在化纤上市公司中，我们更看好如下两个方面的公司：

化纤制造：拥有独特下游市场、需求相对有保证的高性能差异化产品的公司，如烟台氨纶。

化纤原料制造：产业链比较完整，跨行业发展，具有一定的抗周期性的龙头公司，如云维股份。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

医药生物:在不确定中寻找确定投资机会

行业动态信息

医药行业能够抵御宏观经济下行

展望2009年,我国宏观经济的下行风险依然较大,但不同的行业受宏观经济的影响并不一致,我们认为医药行业作为典型的非周期消费品行业本身受到的影响较小。其主要依据是:①1998年那轮周期下行中医药行业表面强于整个工业;②医改因素对行业的驱动抵消行业不利因素影响。

在不确定中寻找确定的投资机会

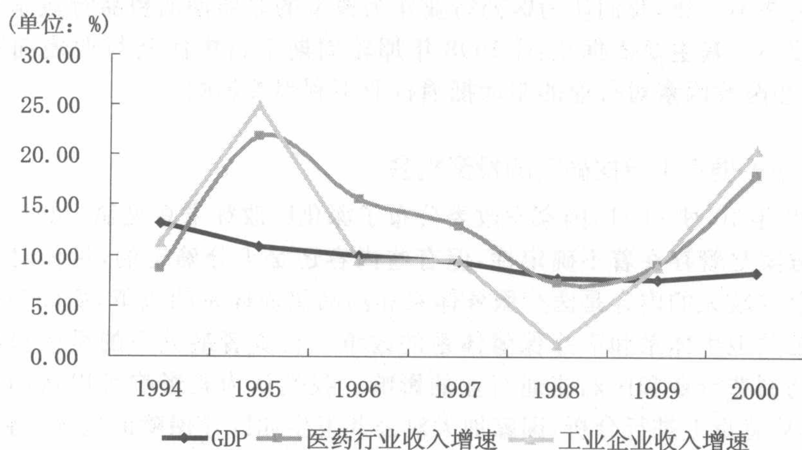
2008年10月14日,国家发改委公布了深化医改征求意见稿。我们认为目前医改方案尽管存在着不确定性,但有些内容还是十分确定的,目前对于医改方案中争议较大的内容是医疗服务体系和药品供应体系的改革,而较为确定的部分是公共卫生体系和医疗保障体系的改革。投资者最关心的是政策的变革对于医药制造行业和医药流通行业的影响。我们认为其影响可以从两个方面来分析:从总量上进行分析,国家加大对公共卫生和医疗保障的投入,将会提高医药行业的终端消费量,促使行业的增速加快。我们预计2008～2010年我国医药终端消费增速将分别为19.57%、17.28%和18.37%;从结构上进行分析:不同的子行业在政策改革中的受益程度并不一致,我们需要从中挑选出受益程度较高的子行业。有可能进入基本药品目录的药品在价格上存在较大的不确定性,而其他药品的价格不太可能在2009年出现大幅度的下降,而销量则会受益于政策而迅速增长,具体的品种包括:①一类疫苗、传染用药;②临床用药中针对大病的一类药品;③门诊用药中针对慢性病的一类药品。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

医药行业能够抵御宏观经济下行

2008 年我国宏观经济面临的外部环境开始恶化，致使我国 GDP 的增速开始出现明显的下降。展望 2009 年，我国宏观经济的下行风险依然较大，但不同的行业受宏观经济的影响并不一致，医药行业作为典型的非周期消费品行业本身受到的影响较小。

(1)我国上一轮宏观经济出现明显的下行出现在 20 世纪 90 年代末，谷底出现在 1998 年，医药行业在那一轮的周期调整中下行的幅度远小于整个工业企业。



资料来源：国家统计局，中信建投证券研发部

图 1　1994～2000 年宏观经济、行业运行状况

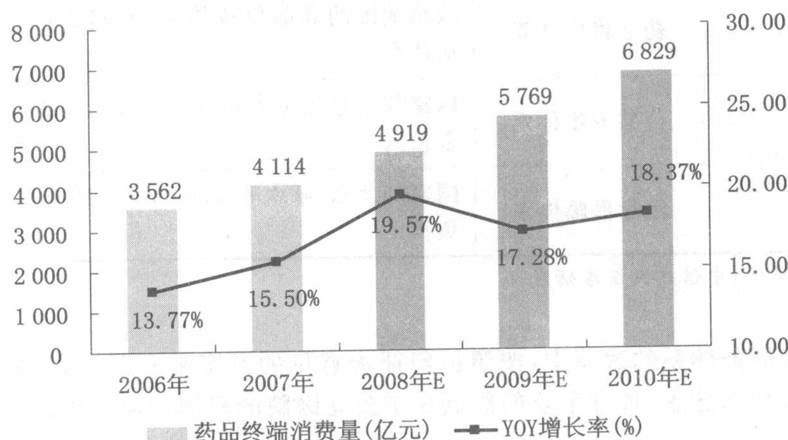
(2)行业发展的内在驱动因素老龄化、城市化和居民收入的提高，预计 2009 年我国老龄化的趋势不变，城市化和居民收入的提高有所放缓，我国医药行业 2009 年的发展速度会有所减缓。但我国已经制定了增加对医疗产业投入的政策，医疗保障范围和水平将会继续扩大，带来下游市场的扩容。这一因素将会抵消宏观经济下行带来的不利影响，使行业保持较高的发展速度。

从以上两个方面的分析来看，我们认为医药行业在 2009 年经济下行的考验中，发展速度受到的影响十分有限。行业 2009 年基本因素驱动的行业发展速度将会比 2007 年和 2008 年略有下降，但政策驱动的因素未发生变化，根据我们在《医药行业 2008 年下半年投资策略：看好高毛利专科用药生产企业》报告中使用的测算模型，我们略为调低行业的自然增长率，但不改变政策驱动的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

外部提速因素，整个行业的发展速度略微下调。

我们预计 2008～2010 年的药品终端消费量分别为 4 919 亿元、5 769 亿元和 6 829 亿元，年同比增长率分别为 17.28%和 18.37%。



资料来源：中信建投证券研发部

图 2　我国医药行业终端消费量及增速

医改对行业的影响存在不确定性

2008 年 10 月 14 日，国家发改委公布了深化医改征求意见稿，该方案的主要内容可以总结为“四梁八柱”。

在方案征求意见阶段，该方案共收到了来自社会各界人士的意见共 3.5 万条。这些意见和建议的焦点集中在医疗服务体系改革和基本药物制度上，各方未达成共识，最终的方案出来之前，还面临修改的可能。

我们认为尽管目前医改方案存在着不确定性，但有些内容十分确定。目前对于医改方案中争议较大的内容是医疗服务体系和药品供应体系的改革，而较为确定的部分是公共卫生体系和医疗保障体系的改革。这主要是因为医疗服务体系和药品供应体系的改革主要牵涉到我国医疗服务机构（主要是公立医院）的体制改革，改革的内容是我国长期以来形成的公立医院体制，同时也牵涉到大量医疗机构工作人员的利益，所以改革的难度和阻力也较大；但公共卫生体系和医疗保障体系的改革，只需要国家加大投入就可以实现，各方面对于国家加大医疗机构和老百姓的补贴基本没有什么意见。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2 医改中确定与不确定因素分析

不确定因素	医疗服务体系	涉及公立医院改革，牵涉到医院、患者、医生的利益
	药品供应体系	改革我国的药品供应体系，尤其是基础药品供应体系
确定因素	公共卫生体系	国家加大包括免疫和传染病在内的公共卫生资金投入
	医疗保障体系	国家加大保障水平和范围，减轻老百姓看病负担

资料来源：中信建投证券研发部

医疗服务体系的改革中，按照目前征求意见的方案来看医疗资源的下沉，已经没有什么悬念，各方争议的焦点在于公立医院的机制如何改革。

表 3 医疗服务体系改革中的确定和不确定因素

不确定因素	公立医院体制改革方式
确定因素	医疗资源下沉到基层医疗体系中

资料来源：中信建投证券研发部

基本药物制度的争议焦点在于基本药品供应体系，基本药物供应体系的改革争议的焦点在于基本药品制度，基本药品制度的建立势在必行，但如何建立良好的基本药品供应体系目前还没有定论。

表 4 基本药品供应体系改革中的确定和不确定因素

不确定因素	基本药品供应体系
确定因素	建立基本药品目录

资料来源：中信建投证券研发部

目前医改中不确定的部分主要涉及公立医院体制改革的方式和基本药品目录的具体执行政策，这两个方面的改革政策也是互相联系的。我们判断公立医院体制改革是一个漫长的过程，需要在试点的基础上得出较好的方式以后才会在全国范围内逐步推广；基本药品目录的推广可能会在 2 年内全面推开，但具体执行的方式还存在较大的不确定性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

确定性投资机会在哪里

基于对医改中确定性的改革方案的预期，投资最关心的是政策的变革对于医药制造行业和医药流通行业的影响，我们认为其影响可以从两个方面来分析：

第一，从总量上进行分析：国家加大对公共卫生和医疗保障的投入，将会提高医药行业的终端消费量，促使行业的增速加快。根据国家到2010年医改全面覆盖的目标，我们测算的2008～2010年我国医药终端消费增速分别为19.57%、17.28%和18.37%；从历史数据来看，2009年的终端扩容速度虽然较2008年有所减缓，但相对于历史平均的增速来看，行业还处在加速发展阶段，并且行业的加速发展速度可以持续到2010年。

第二，从结构上进行分析：不同的子行业在政策改革中的受益程度并是不一致的，我们需要从中挑选出受益程度较高的子行业。根据我国医疗改革的思路，我们将受益的医药子行业分为以下3类。

①一类疫苗：这类药品属于公共卫生体系的范畴，国家直接投入的多少决定了行业发展的速度。

②临床用药：按照医改的方案，疑难病症将会由各地区的重点医院来承担，这与改革前的情况相比变化较小，因此这类药品的就诊机构不会发生较大的变化。这类药品在医改中受益的部分主要来自医疗保障体制改革扩大了医疗保障人群，提高疾病的就诊率。

③门诊用药：按照医改的政策，改革后基本门诊用药的就诊机构将会发生较大的变化，由原来主要集中在二级以上医院下沉至基层医疗机构。由于老百姓在基层医疗机构就诊用药的报销比率较高，所以基层医疗机构网点的广泛铺开将加速拉动药品的消费量，促使门诊用药的增速提高。

表5　医药行业子行业投资机会分析

子行业	描述	2009年行业增长主要因素
一类疫苗	公共卫生免费用药	政府加大采购力度
临床用药	住院治疗用药	医疗保障改革扩容
门诊用药	门诊处方用药	基层医疗体系完善

资料来源：中信建投证券研发部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从量的增加的角度来看，这三类药品无疑都会受益于国家政策而扩容，但具体扩容的幅度并不相同：

一类疫苗的市场扩容的速度主要取决于政府的财政投入的加大的力度和企业自身产能瓶颈的解决速度；临床用药的增长主要来自医疗保障制度的扩容促使临床大病就诊率的提高，2009 年这部分需求的释放主要来自城镇居民医疗保险覆盖率提高和新农合制度报销比率的提高撬动大病就诊率的提高；门诊用药的增长情况主要取决于 2009 年基层医疗机构下沉的速度和新增基层医疗机构的速度。我们预计在国家加大完善基层医疗服务机构力度的前提下，2009 年门诊用药将有较快增量，尤其是心脑血管疾病、糖尿病等需要长期用药的慢性病用药。

从价格的角度来考虑，国家对于不同药品的定价对企业的利润将会有巨大的影响：

一类疫苗、传染病用药的价格一般是 3～5 年调整一次，由于这些产品的采购价格一直由国家调研产本成本以后确定，我们预计 2009 年价格政策不会发生较大的变化；由于目前我国的医疗保障体系的重点仍然是保大病，因此在临床用药中大病专科用药是受益程度最大的一类。国家发改委从 2007 年 5 月份以后不再进行大规模的药品降价，2009 年即使要进行药品降价也是小范围内的降价，不会影响大部分临床用药的价格。因此我们认为大部分临床用药的价格在 2009 年不会出现政策性的大幅度降价。门诊用药在 2009 年的价格变化面临较大的不确定性。由于医疗资源的下沉和医疗保障体系的完善，门诊用药将在今后两年有较快的发展，而依照医改的思路，基层医疗体系将主要采用基本药品目录中的药品，因此门诊用药的结构会发生较大变化。虽然基本药品制度的具体执行方案存在较大的不确定性，但压缩生产成本、流通成本以降低药品价格的趋势是确定的。我们认为基本药品制度的建立，并不能给定点生产的企业带来很大的净利润增长。

综上，我们认为基本药品在价格上将存在较大的不确定性，而其他药品的价格不太可能在 2009 年出现大幅度的下降，但销量则会受益于政策而迅速增长，具体的品种包括：①一类疫苗；②临床用药中针对大病的一类药品；③门诊用药中针对慢性病的一类药品。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重点推荐公司

1. 天坛生物(600161)

07 年国家将计划免疫范围由原来的"5 苗 7 病"扩大到"12 苗 15 病"，而且中央财政将增加 27 亿用以采购疫苗和自毁型注射器，免疫扩容为以生产计划免疫疫苗为主的公司带来了发展机遇；控股股东为中国生物技术集团，中生集团下六大所控制了全国计划免疫的大部分市场份额，而公司的计划免疫疫苗产品能够依托中生集团的平台在各地的招标中占有竞争优势；作为集团内目前唯一的上市公司，公司是中生集团资产重组的平台。目前公司正有步骤地将成都所下的优质资产成都蓉生装入上市公司；成都蓉生是我国排名前三位的血制品生产企业，拥有能承受 1 000 吨投浆量的生产设备，而且其主导产品静丙在同类产品中质量上乘，具备出口潜质。如不考虑增发因素，公司 2008～2010 年的收入分别为 6.3 亿、8.0 亿和 9.8 亿，将实现归属于母公司的净利润 1.3 亿、2.0 亿和 2.5 亿元，对应 EPS 0.27、0.42 和 0.51 元。若考虑 2009 年增发成功，假设公司股本扩张为 5.9 亿股，并收购成都蓉生 90%股权，公司 2009～2010 年的收入分别为 11.6 亿和 13.9 亿，将实现归属于母公司的净利润 2.6 亿和 3.2 亿元，对应 EPS 0.27、0.43 和 0.53 元。

2. 恒瑞医药(600276)

公司目前的盈利主要来自于抗肿瘤药、手术用药等以仿制药为主的药品，多烯他赛、伊立替康、七氟烷等产品目前正处于上升期，奥沙利铂已经进入成熟期。我们预计公司目前这些在售和储备的仿制药品还能够维持公司 3～5 年的高速发展，我们看好公司的主要理由是公司新药产品的推出能够维持公司长期的高速成长。从目前了解的情况来看单靠这两个产品的并不一定能在短期内给公司的业绩带来巨大的增长，但公司为前期新药推广建立的销售队伍和网络将缩短公司后续推出新药的盈利周期，我们认为公司后续的新药产品的推出将能支持公司长期的发展。我们认为公司的新药产品将在 09 年上市，促使公司的营业收入保持高速增长，我们预计公司新药产品的盈利周期会比预期略长。公司 2008～2010 年的营业收入分别可以达到 24.5 亿元、31.24 亿元和 40.61 亿元。略微调低 2010 年净利润预期，预计 2009～2010 年的净利润分别为 6.88 亿元和 8.6 亿元，折合每股收益分别为 0.88 元、1.33 元和 1.66 元，维持对公司增持的投资评级。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

港口航运：关注散货港，谨慎航运股

港口增幅放缓近期加速

近期在国际国内经济减速影响下，港口吞吐增速大幅下降。单月港口货物吞吐增速和集装箱吞吐增双双跌破先前一直保持的10%以上水平，回落至6%左右，其中集装箱回落幅度较大，预计增速仍将继续回落。

增速整体回落同时出现一定分化，内河好于沿海、散货好于集装箱、北方好于南方。我们判断港口货物吞吐量仍能维持缓慢增长，散货港依附内需继续保持一定增长，集装箱则面临较大压力。

航运的寒冬可能会较长

在需求快速萎缩的同时，前期航运牛市中积累的订单大幅投放仍在继续，未来两年将是运力投放的高峰期，而拆解的动力仍然不足，供大于求矛盾突出，在全球经济明显回暖前，航运市场短期难以有效恢复。

目前三大船型订单占现有运力都接近50%或以上，即使考虑未来5～20年以上船舶全部退出，运力等增长幅度仍然很大。在需求萎缩的背景下，需要有很长的消化时间，直接对航运市场的转暖构成持续压力。

行业投资评级

我们判断，未来港口公司业绩增长将进一步放缓，特别是集装箱港，但多数仍能维持一定的业绩增长，主要是散货港。如果2009年航运运价维持在目前水平，绝大部分公司业绩将大幅下降，甚至出现亏损。其中内贸和油运相对运价跌幅会小一些。我们判断航运业的低迷将维持较长时间。

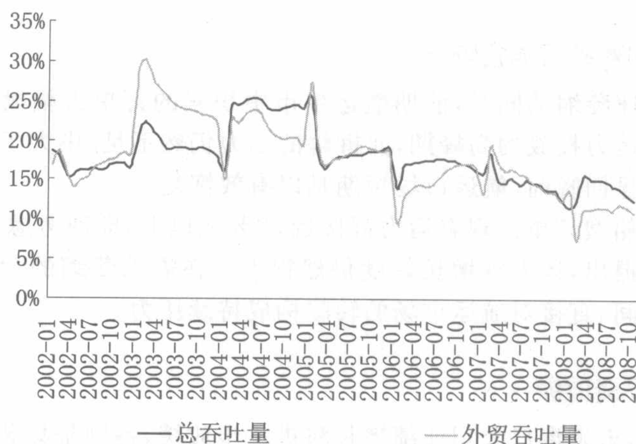
维持港口行业中性评级，相对看好北方散货港和一些具有区域经济发展潜力的地区港口，相对重点关注日照港。维持航运业中性评级，个股建议谨慎。相对可关注中海发展，其两大业务内贸干散货和油运，运行相对缺幅较小，盈利相对乐观。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

港口业:增速放缓加速

我国港口吞吐量增速自2004年出现阶段性高点后,一直处于缓慢下降中。近期,由于次贷危机引发的全球经济衰退远远超出预期,吞吐增速有进一步放缓迹象。

从累计吞吐增速看,2008年1～10月份,沿海主要港口货物吞吐量和外贸货物吞吐量增速分别为12.5%和11%,而2007年10月,两累计增速分别为13.8%和13.6%。分别下降了1.3和2.6个百分点。从当月吞吐同比增速看,9月份货物吞吐量和外贸货物吞吐量同比增速分别为5.9%和6.2%,较2007年11.9%和10.7%的增速出现较大下降,10月份虽有所回升,但仍处于较低水平。从而出现少有的连续两月低速增长的状况,吞吐增速放缓迹象明显。



资料来源:交通部,中信建投证券

图1 沿海主要港口累计货物吞吐量增长率

集装箱方面,1～10月,全国主要港口累计吞吐集装箱10 525万TEU,同比增长14.3%,其中沿海港口增长13.7%。而2007年10月,增速分别为22.3%和21.7%,增速均分别回落8个百分点,增速下降明显。当月同比看,9月份增速分别为6.60%和5.69%,而2007年9月两增速分别为20.98%和19.90%,增速均下降了12.34和11.90个百分点。10月份两增速分别回升至8.64%和8.00%,连续两月跌破了以往集装箱吞吐当月同比增速10%的下限。

集装箱吞吐的增速下降速度快于整个港口的货物吞吐量增速,说明集装箱已经成为目前港口吞吐的货种中,增幅下降最快的货类,其他货种则增速减缓的速度较慢。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从 2008 年以来的港口吞吐情况看，在吞吐总体放缓的大背景下，也呈现出一些结构性的特征。

首先是内河港口吞吐增长稳定。无论是货物吞吐量还是集装箱吞吐量，以前内河港口吞吐增速低于沿海，随着沿海增速放缓，增速开始高于沿海水平；其次，以散货为主的港口吞吐增长高于以集装箱为主的港口，且吞吐增长稳定，而此类散货港主要为环渤海的一些北方港口；最后，除了一些因产能瓶颈，腹地潜力尚未完全释放的区域，整体上港口吞吐增速由南往北逐步递减，集装箱增速尤为明显。

从进出口的顺差和货种看，集装箱吞吐量与我国的对外出口关联度较大。由于出口地区主要为一些发达经济体，在此轮次贷危机冲击下，经济将出现明显衰退，预计集装箱吞吐增速将受此影响进一步放缓。

表 1　2007 年中国内地主要贸易伙伴

排名	出口		进口	
	国家和地区	份额(%)	国家和地区	份额(%)
1	美国	19.10	日本	14.01
2	中国香港	15.14	韩国	10.85
3	日本	8.37	中国台湾	10.57
4	韩国	4.61	美国	7.26
5	德国	4.00	德国	4.75
6	荷兰	3.40	马来西亚	3.00
7	英国	2.60	澳大利亚	2.70
8	新加坡	2.43	泰国	2.37
9	俄罗斯	2.34	俄罗斯	2.06
10	中国台湾	1.93	新加坡	1.83

资料来源：CEIC，中信建投证券研发部

而散货吞吐，主要与内贸和大宗外贸进口关联度较高，虽然长期看间接也受全球经济影响。但短期内更多取决于本国的经济状况。我国经济增速目前也存在较大下滑压力，但相比世界水平，仍将保持较高增长速度。同时政府启动的一系列拉动内需政策，有望使国内经济快速走出低迷。我们判断，散货港虽同样面临增速减缓的压力，但下降幅度会比较缓和，为相关上市公司的经营提供了良好的环境。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2 IMF 对全球经济增长预测

	年同比						第 4 季度同比		
			11 月预测		较 10 月预测变化		估计值	预测值	
	2006	2007	2008	2009	2008	2009	2007	2008	2009
全球	5.1	5.0	3.7	2.2	−0.2	−0.8	4.8	2.5	2.4
发达地区	3.0	2.6	1.4	−0.3	−0.1	−0.8	2.6	0.3	0.3
美国	2.9	2.2	1.4	−0.7	−0.1	−0.8	2.3	0.4	−0.5
欧元地区	2.8	2.6	1.2	−0.5	−0.1	−0.7	2.1	0.1	
日本	2.4	2.1	0.5	−0.2	−0.2	−0.7	1.4	−0.3	0.4
发展中地区	7.9	8.0	6.6	5.1	−0.3	−1.0	8.5	5.9	5.9
非洲	6.1	6.1	5.2	4.7	−0.7	−1.3			
中东欧	6.7	5.7	4.2	2.5	−0.3	−0.9			
前苏联地区	8.2	8.6	6.9	3.2	−0.3	−2.5			
亚洲发展中地区	9.8	10.0	8.3	7.1	−0.1	−0.6			
中国	11.6	11.9	9.7	8.5	−0.1	−0.8	11.3	9.0	8.3
印度	9.8	9.3	7.8	6.3	−0.1	−0.6	8.9	6.6	6.0

资料来源：国际货币基金组织，《世界经济展望》，2008 年 11 月

航运业：寒冬可能很长

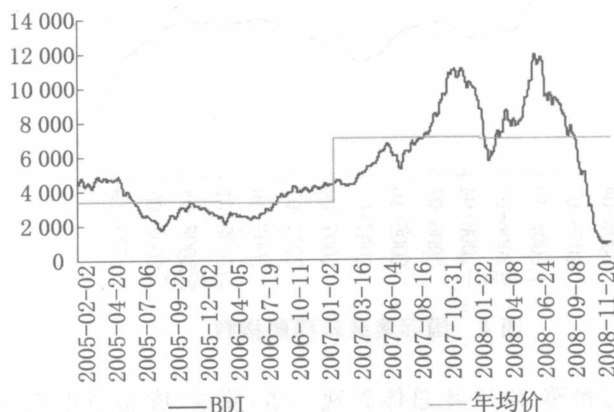
航运业干散货方面，得益于近几年全球经济的增长，干散货航运在运力供应相对偏紧的状况下走出了 5 年牛市。但是超预期的全球经济减速和中国经济调整结束正快速使航运市场进入严冬期。

2008 年干散货市场出现了极具戏剧性的一幕。短短半年内，航运市场急转直下，从高度景气状态快速跌落，国际干散货运价指数从历史最高位 11 800 点左右下跌到指数发明以来的最低点 800 点附近，跌幅高达 93%，国内沿海干散货指数也下跌了 55%。随着美国金融危机向世界各国加速扩散，全球经济趋向恶化，航运需求基本面发生了逆转。原油、铁矿石、煤炭、粮食等大宗商品价格大幅下挫，需求发生根本性逆转，导致国际海运市场成交量极度萎缩。

这几年全球干散货市场繁荣主要取决于中国的铁矿石需求拉动。2007 年我国铁矿石进口量占世界铁矿石海运贸易量的 51%，更是占据了近几年的铁矿石增量需求的 80%以上。随着国内经济结构调整，钢铁下游的房地产、汽车等行业需求萎缩，钢价一路下滑，钢厂利润大幅缩水，全行业出现亏损，钢厂出现限产停产，加上积累的巨大库存量，铁矿石进口被减少或延缓。推动国际干散货海运市场繁荣的主导力量形势发生根本性逆转。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

干散货牛市期间积累的运力明后年将大量投放，市场短期难以消化。随着全球金融危机向实体经济扩散的过程中，国际干散货海运市场深幅调整已无法避免。



资料来源：中贸物流，中信建投证券研发部

图 2　国际干散货指数

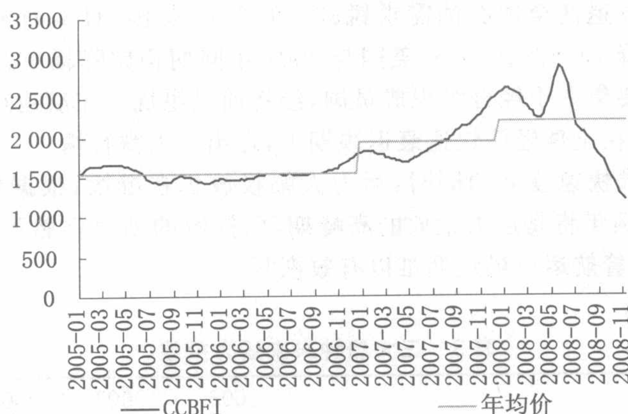


图 3　沿海干散货指数

集装箱运输方面，国内相对稳定，连续多年走弱国际租船指数从 2007 年 7 月 1 400 点左右下跌到目前的 600 点左右，跌幅达到 57%。中国作为全球集装箱吞吐量第一大国，在全球集装箱航运市场影响举足轻重。其中四成以上箱量来往于欧美等发达经济体，欧美经济发展带来的需求对全球集装箱运输市场具有较大推动作用。而上述地区，正是此次次贷危机的重灾区，集装箱需求的萎缩短期难以改变。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

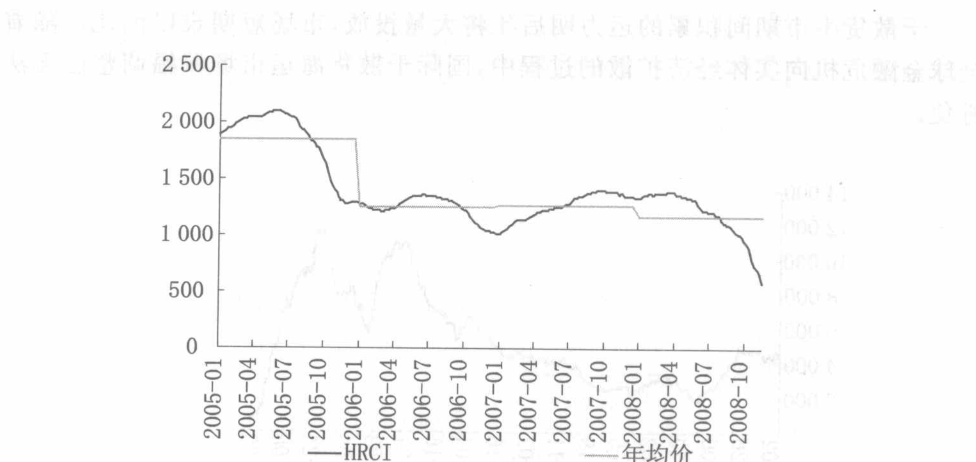


图 4 国际集装箱租船指数

低迷多时的油运价格 2008 年总体表现不错，原油、成品油年初至今运输均价分别较 2007 年全年均价上升了 38%和 23%。同样，在全球经济衰退需求减弱和石油生产商限产保价预期影响，近期油运价价格均开始下滑，不过下跌幅度相对弱于干散货和集装箱。

全球经济衰退使全球石油需求锐减。9 月份，美国、日本石油进口量分别较上一个月下降 13.5%、6.5%，美国与 2007 年同期相比降幅更达 16.4%。世界石油需求主要集中于经合组织成员国，经济前景堪忧。在航运市场扮演重要角色的油价，也在全球经济快速衰退预期下，走出了大跌行情。

在航运需求快速萎缩的同时，运力大幅投放仍在继续，根据最新的 clarkson 预测，未来两年将是运力投放的高峰期，而拆解的动力仍然不足，供大于求矛盾突出，决定着航运市场短期难以有效恢复。

表 3 三大船种未来运力投放

船型		2006	2007	2008E	2009E
油轮	年末运力(m. DWT)	382.0	405.2	428.1	473.0
	增幅(%)	5.61	6.07	5.65	10.49
	加权运力(m. DWT)	371.9	393.6	416.7	450.6
	增幅(%)	6.29	5.85	5.86	8.14
	需求增幅(%)	3.14	3.35	2.77	/

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

船型		2006	2007	2008E	2009E
干散货	年末运力(m. DWT)	368.7	392.8	424.8	493.1
	增幅(%)	6.78	6.54	8.15	16.08
	加权运力(m. DWT)	357.0	380.8	408.8	459.0
	增幅(%)	6.89	6.65	7.37	12.27
	需求增幅	6.00	5.00	5.00	3.00
集装箱	年末运力(m. TEU)	9.5	10.8	12.4	14.2
	增幅(%)	17.28	13.68	14.81	14.52
	加权运力(m. TEU)	8.8	10.2	11.6	13.3
	增幅%	15.03	15.34	14.29	14.66
	需求增幅	10.70	10.40	6.80	7.20
全球船队	年末运力(m. GT)	724.1	776.4%	843.1	941.0
	增幅(%)	7.1	7.2	8.6	11.6

资料来源：clarkson 10 月，中信建投证券研发部

从近两年的拆解船舶船龄看，大部分船舶都在 30 年附近，提前拆解动力不足。新增运力投放直接导致运力供应大幅增长。目前三大船型订单占现有运力都接近 50%或以上，运力等增长幅度仍然很大。在需求萎缩的背景下，需要有很长的消化时间，直接对航运市场转暖构成持续压力。

表 4　各船种订单情况

	订单占船队比例	20 年以上船龄船队占比	双壳船队占比	平均船龄
集装箱	53%	9%	/	10.9
干散货	71%	39%	/	15.5
油轮	47%	9%	82%	10.3

资料来源：clarkson 10 月，中信建投证券研发部

上市公司分析：关注散货港，回避航运股

港口上市公司中，除了期间进行重大重组的公司，如营口港、天津港，指标波动较大外，大部分公司总体维持稳定经营状态，业绩仍在增长，只是幅度越来越小。我们判断，未来港口公司业绩增长将进一步放缓，特别是集装箱港，但多数仍能维持一定的业绩增长，主要是散货港。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

航运上市公司方面，三季度运价大跌已经给上市公司带来明显经营压力，多数公司三季度毛利率、净利润出现下滑，预计四季度将进一步恶化。具有包运合同的内贸航运企业年内经营相对稳定。

展望2009年，如果2009年运价维持在目前最新的水平，绝大部分公司将面临业绩的大幅下降，甚至出现亏损。其中内贸和油运相对运价跌幅会小一些。我们判断，未来运价会有一定的回升，但由于需求减弱和大量运力的存在，航运业的业绩难以恢复到2007～2008年的水平，且低迷状态将维持较长时间，直至全球经济明显恢复。

维持港口行业中性评级，相对看好北方散货港和一些具有区域经济发展潜力的地区港口。

我们判断航运业的低迷可能会维持较长时间，维持航运业中性评级，个股总体回避。相对可以关注中海发展，其两大业务，内贸干散货和国际油运，运价抗跌性会强一些，盈利能力会相对乐观些。

一、日照港：区位优势决定发展潜力

近期钢铁行业调整对铁矿石进口带来了一定不确定性。中长期看，我国仍处于城市化建设和物质财富积累进程中，世界制造业中心地位短期难以改变，钢材需求的中长期顶部尚未到来。随着矿石二期的投产，装卸效率进步提高，在吸引新货源的同时，分流的货源有望回流；集疏运条件的改善促使有效腹地不断扩大；山东钢铁业整合也对日照港的矿石集聚促进较大。国家为防止经济衰退而推出的以基础设施投资为主的强烈内需拉动政策，将对钢铁业复苏产生极强刺激作用，对公司产生实质利好，山西煤运南通道建设有望因此加速。

二、中海发展：国内沿海干散货运输老大

公司为国内沿海电煤运输老大，市场占有27.5%，同时还从事外贸干散货和内外贸油运业务，外贸中主要以油运为主，内外干湿兼营的特点，使得各个货种周期互补，使总体业务盈利稳定波动较小。公司现有运力770万吨，2012年将交付运力925万吨，未来运力将呈稳步增长态势。公司的主要业务内贸煤运和外贸油运，运价2009年也将面临较大压力，但是我们判断他们的景气状况相对好与集装箱和干散货，仍会有一定的盈利空间。相对于其他航运股来说，不确定性小一些。

风险分析

港口航运业的最大风险主要来自全球经济增长放缓而带来的运价和需求的双重下跌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

航空:行业扭亏任重道远

2008年航空业受需求下滑和油价上涨双重打击,全年行业亏损已基本没有悬念,行业盈利状况经历了大起大落的巨幅波动。在经历了2006～2007年行业高增长之后,2008年行业拐点出现。

2009年行业市场需求将获得恢复性增长,但考虑本轮始发于美国的金融风暴已对全球实体经济构成严重影响,中国面临的宏观经济形势堪比1998年亚洲金融危机,航空市场需求面临巨大的不确定性。2009年航空市场需求增速高于2008年,但同比2006～2007年增速大幅度下降,行业面临巨大的运营压力。

2006年、2007年人民币兑美元升值幅度达到3.24%和6.46%,行业受益超过100亿元;2008年上半年人民币汇率升值幅度加大(达到6.10%),成为行业上半年盈利的重要因素,但进入三季度随着美国次债危机扩展到全球,美元成为避险资金的首选,延续7年的美元中期贬值趋势结束。同时,国内宏观经济形势迅速恶化,人民币兑美元升值幅度大幅度放缓。展望2009年,由于经济下滑趋势越发明显,人民币兑美元升值幅度将大幅度收窄,甚至不排除一定程度上的贬值,2006～2008年航空业享受到的巨额汇兑净受益将大幅度下降,2009年行业扭亏难度加大。

国际油价大幅度回落是行业难得的亮点,但在全球经济进入衰退的背景下,需求因素成为决定行业盈利增长的首要因素。

考虑到国内成品油定价机制的滞后性,以及航空公司部分存在的石油套保合约,航空公司受益程度将有所降低。同时,与油价联动的燃油附加费的下调也将降低行业单位定价水平。

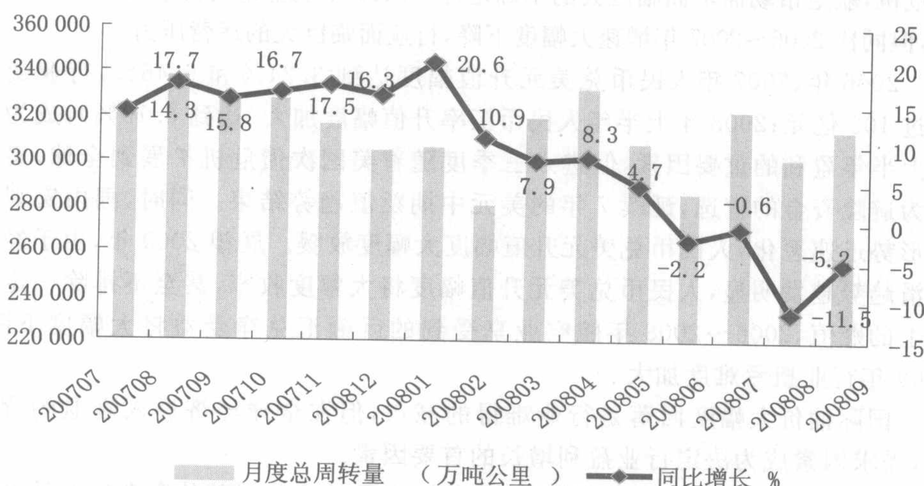
投资分析:2008年航空业景气高峰期已过,2009～2010年行业整体缺乏中长线投资价值,但决定行业盈利能力的多因素变动给行业带来交易性机会(油价、汇率、重组等)。重点公司:国航、东航。机场行业业务相对稳定,关注非航空业务改革和整体上市动态。重点公司:上海机场、白云机场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行业背景

一、2008 年行业需求进入拐点

航空业在经历了 2006～2007 年景气上升周期之后，2008 年受年初雪灾、5 月份地震以及 8 月份奥运因素影响，行业需求大幅度放缓，远低于市场预期。2008 年 1～9 月份行业运输总周转量同比增长仅 2.7%，同比 2007 年同期下降了 15.6 个百分点，月度数据显示 2008 年 6～9 月份，行业连续四个月需求负增长。



资料来源：中国民航总局网站

图 1　2007 年 7 月至 2008 年 9 月航空业月度经营指标，增速大幅度放缓

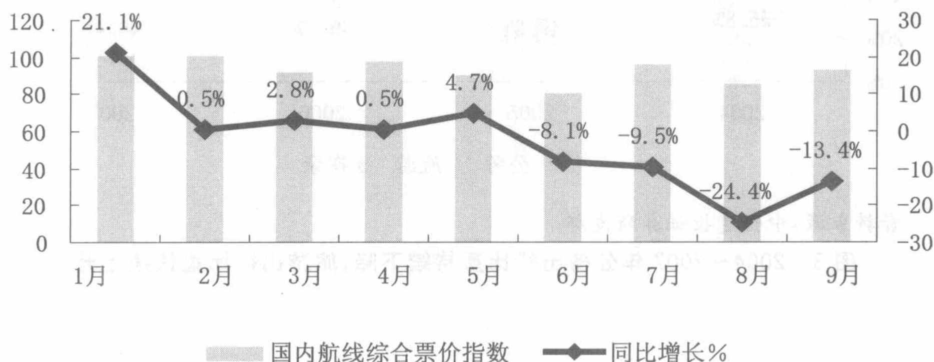
二、2008 年航空公司转嫁油价上涨压力难度增大

2008 年受需求下滑影响，航空业定价能力削弱。可以说，在决定行业盈利能力诸多要素中，需求发挥的决定性作用。2006～2007 年虽然油价持续上涨，但在行业需求大幅度增长背景下航空业定价能力增强，航空公司比较容易将油价上涨压力转移到消费者身上。但进入 2008 年后，由于需求不振且受竞争影响，航空公司定价能力受到较大削弱。尽管通过征收燃油附加费缓解一下压力，但剔除这一块，行业单位定价水平，出现了大幅度下降。

图 2 是国内航线综合票价指数月度指标，数据显示，进入 6 月，受需求下滑影响行业单位票价水平大幅度下滑，成为行业三季度巨额亏损的重要因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2006年、2007年受益于宏观经济景气度提升，航空业运输总周转量增速分别达到17.12%和17.97%。在宏观经济景气上升阶段，行业增速逐年提升，2003～2007行业年均增速达到16.96%。旺盛的市场需求带来了航空公司客座率和综合载运率的稳步提升以及定价水平的提高，帮助航空公司克服持续上升的油价上涨压力。



资料来源：中国民航总局网站

图2 进入2008年受需求下滑影响，行业定价能力下降

进入2008年随着宏观经济形势逐季下滑以及突发性事件影响，行业需求预测大幅度下滑到5.3%，同比下降幅度高达12.7个百分点。

2009～2010年市场需求预测

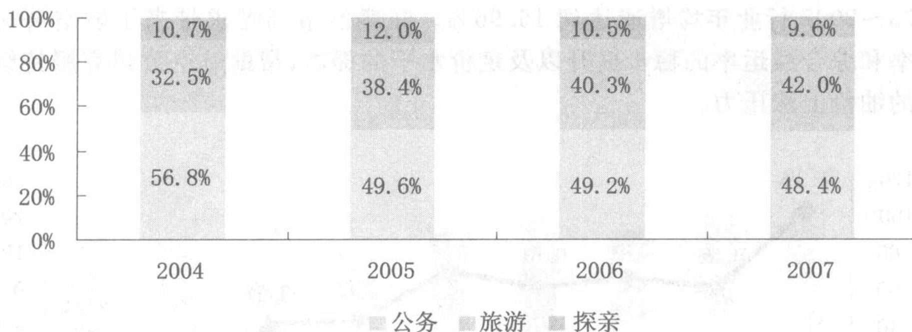
一、航空市场需求结构分析：旅游、自费比重提高导致行业周期性特征更加明显，对宏观经济敏感性提高

2003～2007年是我国航空市场迅速发展的5年，同时也是航空市场需求结构变化最快的5年。随着国民收入水平的快速提升，旅游市场的蓬勃发展，航空市场需求结构中旅游出行、自费出行增速远高于公务出行、探亲出行，以及公费出行，旅游、自费比重持续上升，导致行业对宏观经济敏感性提高，周期性特征更加明显。在宏观经济上升周期中，行业增速逐年提高，同样的在宏观经济下降周期中，行业需求下降幅度将高于普遍预期。这也是我们对未来两年行业需求增长保留一份谨慎的重要因素。

2004—2007年航空客运市场快速发展中，旅游出行增速高达27%，远高于公务出行的7%和探亲出行的13%的增速，这导致了旅游出行比重的持续上升。与旅游市场快速发展相适应的是自费出行比率持续提高，2005年之后超

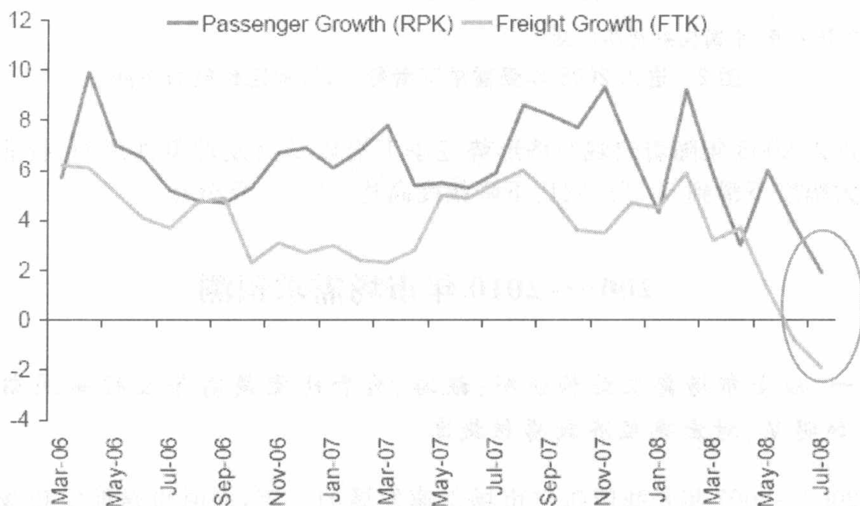
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过公费出行，成为航空客运市场的主力。



资料来源：中信建投证券研发部

图3　2004～2007年公务出行比重持续下降，旅游出行比重快速上升



资料来源：IATA网站，月度报告

图4　进入2008年下半年国际航空市场需求增速下滑明显（单位：%）

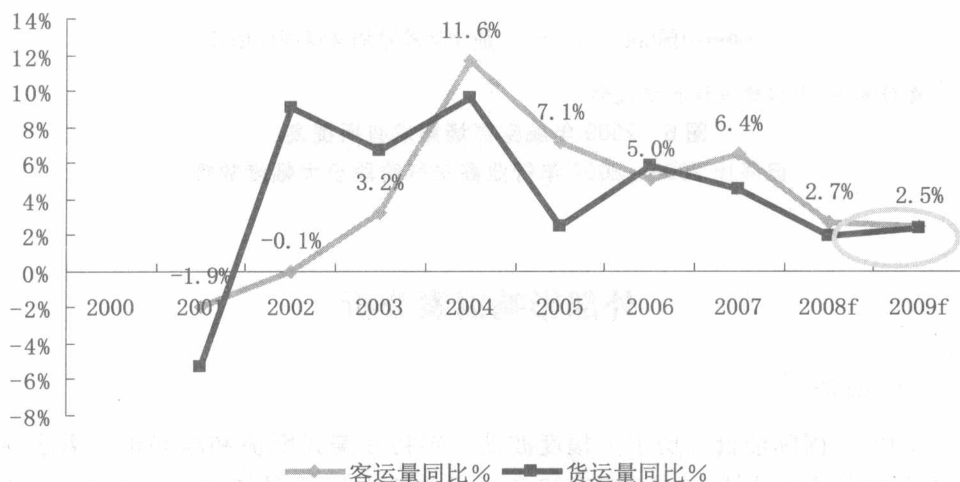
二、2008～2009年国际航空市场需求下滑明显

国际航空运输协会（IATA）数据显示，进入2008年下半年，随着美国次债危机逐步扩展到全球，航空市场需求下滑明显，月度数据显示。9月国际航空客运需求周转量（RPK）首次出现了负增长，同比下滑2.9%，而货运需求自6月以来，连续4个月负增长，且下滑幅度逐月加大，9月国际航空货运周转量同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比下降7.7%，显示出在美国10月金融海啸爆发之前，国际航空市场需求已大幅度放缓，货运市场需求更是提前反映实际宏观经济下滑趋势。

进入2008年10月，美国金融海啸全面爆发，随着欧洲、英国、日本等发达国家经济陆续进入衰退，全球经济下滑趋势越发明显，对2009年经济增长越发悲观。全球航空市场需求预期也大幅度下调，IATA预测2008～2009年国际航空客运需求增速分别为2.7%、2.5%，同比2007年的6.4%下滑3.7个百分点和3.9个百分点；国际航空货运需求量增速分别为1.9%和2.4%，同比2007年的4.5%下滑2.6个百分点和2.1个百分点；国际航空市场在经历了2004～2007年景气阶段之后，2008年进入下降趋势。航空业面临巨大运营压力。



资料来源：IATA网站，月度报告

图5 2008～2009年国际航空市场需求（客运和货运）大幅度放缓

三、2009～2010年我国航空市场需求预测

国内宏观经济在2008年下滑趋势已显现，2009～2010年在政府扩大内需政策驱动下，宏观经济下滑趋势有所缓和，初步预测在8.3%和8.5%。航空市场需求受需求结构变化和航空公司主动削减国际航线运力投放影响，以及2008年同比基数小影响，初步预测增速分别为9.21%和8.43%，同比2003～2007年高景气阶段增速已大幅度放缓，但仍高于1997～1998年亚洲金融危机时期年均7.5%的增速。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：中信建投证券研发部

图6　2009年航空市场需求有所提高，
但同比2006～2007年行业高景气阶段已大幅度放缓

外部影响因素分析

一、油价

2008年国际油价经历了大幅度波动。年初在美元贬值和新兴市场需求增长旺盛的带动下，国际油价突破100美元并加速上涨，7月初达到147美元的历史高度，同比涨幅超过100%。但进入下半年随着美国次级债危机扩展到全球，对实体经济的损害逐步显现，国际油价高位回落，进入10月随着美国金融海啸的大爆发，欧洲、英国和日本经济陆续进入衰退，先前支撑油价上涨的两大核心因素——美元贬值和新兴市场需求大增，已不复存在，国际原油价格加速下跌，国际原油市场经历的巨幅波动。

2009～2010年随着全球经济进入下降周期，中国经济也面临巨大压力。原油消费需求增速将大幅度放缓，支撑原油价格进一步上涨因素不复存在。近期国际油价大幅度回落，国际重要研究机构纷纷下调2009～2010年世界经济增速和原油消费需求。

二、汇率

人民币汇率升值收益是2006～2007年行业利润增长的重要来源。2005年7月人民币汇改以来，兑美元累计升值幅度达到17.53%，行业累计受益超过170亿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元；2008年上半年人民币兑美元升值加速达到6.10%，成为各航空公司实现中期盈利的重要来源，但进入2008年下半年，随着美国次债危机扩展到全球，欧洲、日本、英国等发达国家陆续进入衰退，长达7年之久的美元中期贬值趋势就此结束。对美国率先走出低谷的乐观预期、金融机构大规模去杠杆化操作以及避险资金对美元的旺盛需求是支持近期美元大幅度走强的重要驱动因素。

对人民币汇率而言，随着10月美国金融海啸的全面爆发，国内宏观经济下滑趋势已不可避免，出于对2009年出口形势迅速下滑的判断，政策面上支持人民币继续升值的因素不再存在，考虑到亚太地区货币兑美元（除日本）大幅度贬值，2009年中国出口形势不容乐观。

对航空业而言，2009～2010年人民币兑美元升值幅度的放缓，甚至是贬值，前两年提升行业盈利的汇兑净收益收窄或消失，对行业盈利能力构成巨大压力。



资料来源：中信建投证券研发部

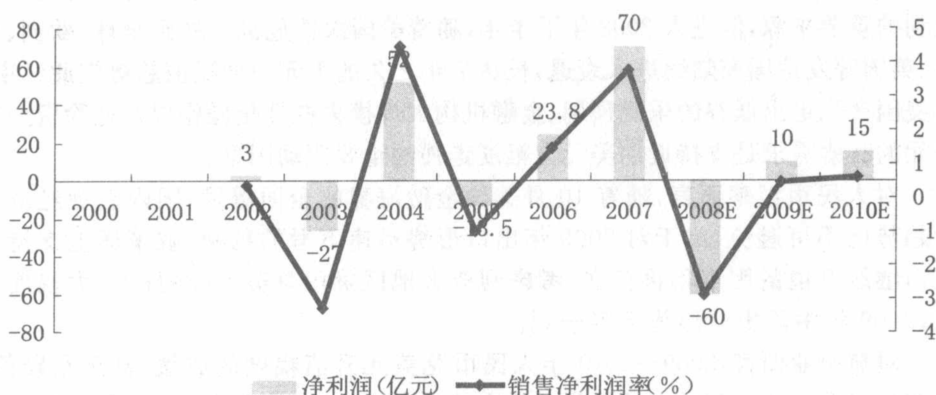
图7 1998～2008年美元指数趋势图

2009～2010年发展前景判断

综合前面要点论述，我们认为航空业在经历了2006～2007年高景气阶段之后，2008年出现拐点。2009～2010年受航空市场需求结构变化，行业周期性特征更加明显。在宏观经济下降周期阶段，行业需求下滑速度将超过预期，我们对行业未来两年需求增长保留一份谨慎。

2008年行业受需求下跌和油价上涨影响，尽管人民币汇率升值贡献巨额利润，但受燃油套保合约公允价值计提巨额损失，行业预计将亏损60亿元，亏损额超过2003因“非典”造成的损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：中信建投证券研发部

图 8　2009～2010 年行业盈利能力依然脆弱

2009～2010 年，非经常性损失有所降低，行业将从油价下跌中获益，但需求不振导致行业盈利能力仍很脆弱。初步预测，行业 2009 年、2010 年在人民币汇率升值分别为 2%、2%情况下，基本维持微利，2009 年行业扭亏任重道远。行业整体缺乏中长线投资价值。

行业类公司投资评价和建议

2008 年行业景气高峰期已过，2009～2010 年行业整体缺乏中长期投资价值，但决定行业盈利能力的多因素变动给行业带来交易性机会，国内成品油定价机制改革、人民币汇率波动、行业重组以及国资注资等。重点公司：国航、东航。

机场行业业务相对稳定，受航空市场需求下滑影响低于预期。关注非航空性业务改革进展以及整体上市动态，政策面上关注新的《民用机场收费改革方案》执行情况。重点公司：上海机场、白云机场。

表 1　航空类公司盈利预测表（单位：元）

股票代码	股票名称	2007EPS	2008EPS	2009EPS	2010EPS	投资建议
000089	深圳机场	0.33	0.24	0.4	0.46	中性
600004	白云机场	0.36	0.48	0.61	0.52	增持
600009	上海机场	0.88	0.48	0.58	0.76	中性
600897	厦门空港	0.55	0.63	0.78	0.85	中性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

股票代码	股票名称	2007EPS	2008EPS	2009EPS	2010EPS	投资建议
000099	中信海直	0.17	0.10	0.1	0.18	中性
200152	山 航 B	0.09	−0.1	0.05	0.2	中性
600029	南方航空	0.42	−0.04	0.13	0.13	中性
600115	东方航空	0.12	−0.75	0.08	0.01	中性
600221	海南航空	0.18	−0.05	0.05	0.1	中性
600270	外运发展	0.7	0.72	0.4	0.45	中性
600591	上海航空	−0.4	−0.5	−0.4	0.05	中性
601111	中国国航	0.32	−0.19	0.11	0.09	中性

资料来源：中信建投证券研发部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

房地产:政策转暖　言春尚早

景气下滑　寒冬还将持续

2008年的房地产销售，遭遇了前所未有的冲击：自2008年国房景气指数持续下滑；商品房销售持续出现负增长；空置面积快速上升；土地购置面积增速急剧下滑；企业获得贷款难度加大；期房销售不佳导致定金和预收款比重下降；投资扩大和成本上涨加大企业支出；资金紧张已威胁企业生存。如销售市场不回暖，企业的资金压力就不会得以缓解，2009年房地产行业寒冬还将持续。

双重压力　上市公司2009年业绩增长受阻

房价相对自住型购房群体的购买力过高和房价的下跌预期抑制了自住和投资需求，并导致商品房供过于求。中央政府3年新增9 000亿元的投资计划着重点放在保障性住房，虽能推动房地产投资额的增长，但对以商品房开发建设为主的房地产上市公司的业绩增长帮助不大。经济适用房的增量必将分流部分自住型购房者，同时对中低档商品住宅价格产生一定冲击。2008年前三季度房地产上市公司预收账款同比增速大幅下滑97.22%，极大影响了2009年的业绩增长。如目前的销售状况在2009年上半年得不到改观，2009年房地产上市公司整体业绩可能出现零增长甚至负增长。

投资建议：关注融资能力强的公司

综合考虑房地产销售情况和预收账款结转情况，我们预测房地产上市公司2008年全年利润增长率约为15%左右，但2009年整体业绩可能出现零增长甚至负增长。考虑到2009年业绩的下降和房价下跌因素，目前房地产上市公司2008年18.1倍的市盈率和1.98倍的市净率仍然较高，为此，我们继续维持自2007年9月以来对行业中性的评级。在资金紧张的情况下，建议关注股东背景雄厚、现金充沛、融资能力强、存货周转快、产品结构多元化、市值较大的房地产上市公司，如保利地产、招商地产、北京城建、金融街等；规避产品结构单一的住宅开发类公司，特别是2007年高价拿地的公司。

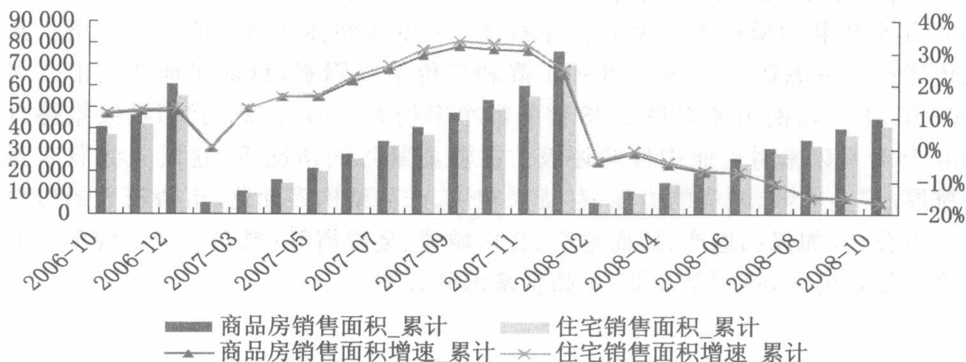
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

景气下滑 寒冬还将持续

一、有价无市，楼市成交低迷

2008年的房地产销售，遭遇了前所未有的冲击。始于2005年以“增加供给、抑制需求”为调控思路的新一轮调控政策在2007年8月颁发的《国务院关于解决城市低收入家庭住房困难的若干意见》(国发〔2007〕24号)中得到进一步肯定，廉租房、经济适用房等保障性住房建设步伐的加快和“90/双70”政策的限制对中小套型中档商品房市场造成压力；国家对房地产开发周期的严格限制和投资者迫于资金压力的抛售行为增加了新房和二手房市场的供应量；2006～2007年央行持续的加息和第二套贷款房屋贷款首付比例和利率的提高加大了购房者特别是投资者的成本，抑制了投资需求；2006～2007年房价的持续攀高使房价超出了大部分无房和改善居住型消费者的购买力，抑制了自住需求；美国次贷危机的爆发和深圳、广东等城市房价的大幅下跌扭转了人们长期以来房屋保值增值的观念，加重了观望心理。市场供应量的增加、购买需求的抑制和观望心理的加重使得自1998年国家取消福利分房以来房地产行业高速发展的黄金十年暂告一段落，有价无市，商品房交易量持续低迷。

08年商品房销售持续出现负增长：中经数据显示，房地产销售自2007年9月28日央行宣布提高第二套贷款房屋贷款首付比例和利率后同比增速开始下降，2008年商品房销售同比增速出现负增长率，且负增长率不断攀升。2008年2～10月份，全国商品房销售同比增速(累计)分别为－4.2%、－1.4%、－4.9%、－7.2%、－7.2%、－10.8%、－14.7%、－14.9%、－16.5%，住宅销售的同比增速下降更快，2008年2～10月份累计增速分别为－3.6%、－0.3%、

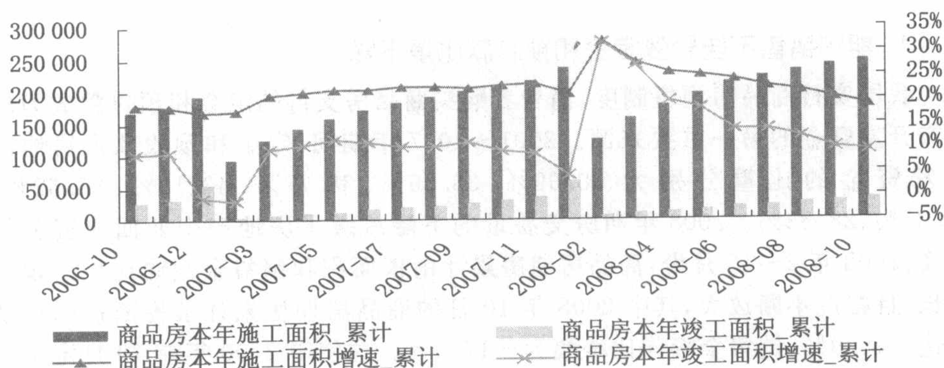


资料来源：中经数据，中信建投证券研发部

图1 近2年全国商品房和住宅销售情况(单位：万平方米)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

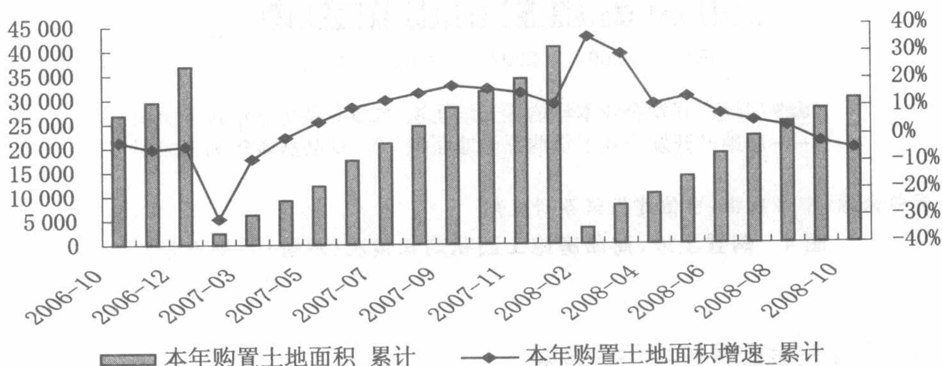
－4.0％、－6.5％、－6.9％、－10.8％、－14.9％、－15.3％、－17％。考虑到2007 年 11 月、12 月的商品房累计销售面积增速分别为 30.5％、23.2％，与2007 年 10 月的 31.3％相比降幅不大，尽管房地产调控政策回暖，但基于我们在本报告中提及的商品房供过于求的压力，在目前房地产销售形势下，我们预测 2008 年 11 月、12 月商品房累计销售面积的同比增速与 2008 年 9 月、10 月相比应该不会有较大回升。房地产销售形势依然严峻。



资料来源：中经数据，中信建投证券研发部

图 2　近 2 年全国商品房期房和现房供应情况（单位：万平方米）

2008 年土地购置面积增速急剧下滑：房屋销售的低迷也造成了土地二级市场的不景气。2008 年以来，土地二级市场一改往日的火爆，全国特别是深圳、广州、上海等一线城市的土地流拍现象屡屡发生。中经数据显示，2008 年 2～10 月份期间，全国土地购置面积同比增速分别为 35.8％、29.7％、11.1％、13.7％、7.6％、5.2％、2.7％、－2.9％、－5.6％。其中 2008 年 2～3 月份土地



资料来源：中经数据，中信建投证券研发部

图 3　近 2 年全国土地购置情况（单位：万平方米）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

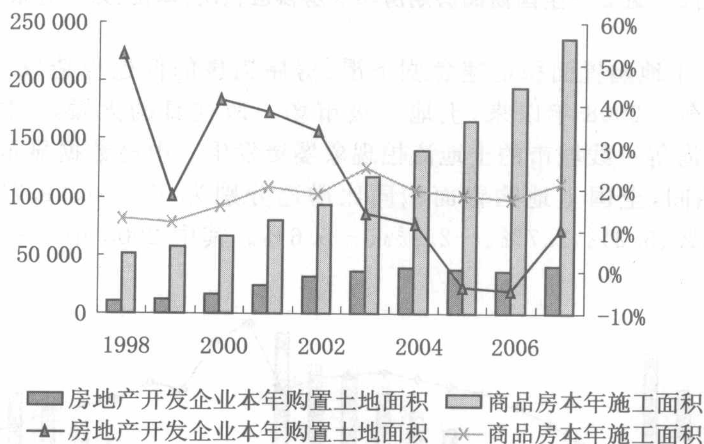
累计购置面积同比增速高达35.8%和29.7%，主要与2007年同期的增速基数较低(分别为－30.4%和－8.6%)，以及房地产开发企业缴纳土地款和竞拍土地存在一定时间差有关。

二、资金紧张，威胁企业生存

交易量下降给房地产企业带来的最直接的影响就是资金链的紧张。

1. 期房销售不佳导致定金和预收款比重下降

我国实行商品房预售制度，消费者购买商品房支付的定金和预付款成为房地产开发资金的另一重要来源。2001～2007年期间，定金和预收款占房地产开发资金的比重分别为38.69%、38.66%、38.77%、43.10%、36.62%、30.27%、28.53%。2008年期房交易量的下降放缓了房地产企业回笼资金的速度，2008年2～10月份，商品房期房累计销售面积和销售金额同比均出现负增长，且幅度不断放大，其中2008年10月的商品房期房累计销售面积同比增幅达－15.9%，销售金额同比增幅为－17.3%。这使得2008年前10月定金和预收款占房地产开发资金的比重下跌到24.05%，创下自2001年以来的新低。



资料来源：中经数据，中信建投证券研发部

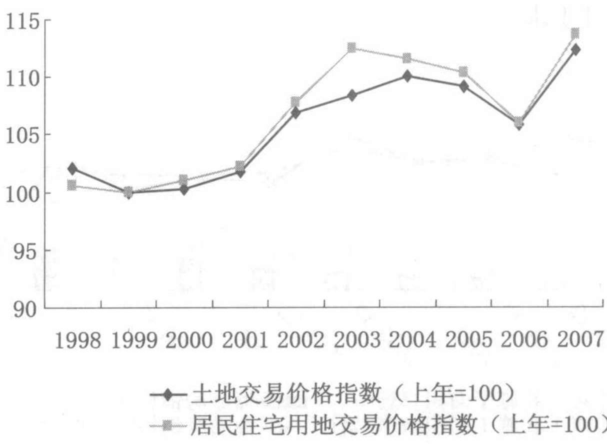
图4 购置土地、商品房施工面积增长情况(单位：万平方米)

2. 企业资金困境短期不会缓解

筹资困难和销售不佳提高了房地产企业获取资金的难度，而施工面积的增加和成本的上涨增加了房地产企业的资金需求，资金紧张成为制约房地产企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发展乃至生存的瓶颈。以 105 家沪、深两市房地产上市公司为例(剔除 ST 公司,下同),2008 年前三季度,105 家房地产上市公司的销售现金比率从 2007 年同期的 39.66%下滑到 9.13%;每股经营活动现金净流量为－0.495 元,比 2007 年同期的－0.284 元减少 0.213 元;每股现金净流量仅为 0.136 元,远远低于 2007 年同期的 0.479 元。基于我们对 2008 年第 4 季度和 2009 年上半年商品房销售形势较目前不会有所改观的判断,影响房地产企业发展的资金困境短期得不到缓解。



资料来源:中经数据,中信建投证券研发部

图 5　土地交易价格情况

表 1　2005～2008 年 105 家房地产上市公司获取现金能力

	2005	2006H	2006Q3	2006	2007H	2007Q3	2007	2008H	2008Q3
每股经营活动现金净流量	0.034	－0.030	－0.091	－0.167	－0.102	－0.284	－0.414	－0.421	－0.495
每股现金净流量	－0.008	0.081	0.184	0.223	0.105	0.479	0.401	0.023	0.136
销售现金比率	－0.73%	14.11%	21.39%	13.88%	13.15%	39.66%	17.77%	2.21%	9.13%

资料来源:聚源数据,中信建投证券研发部

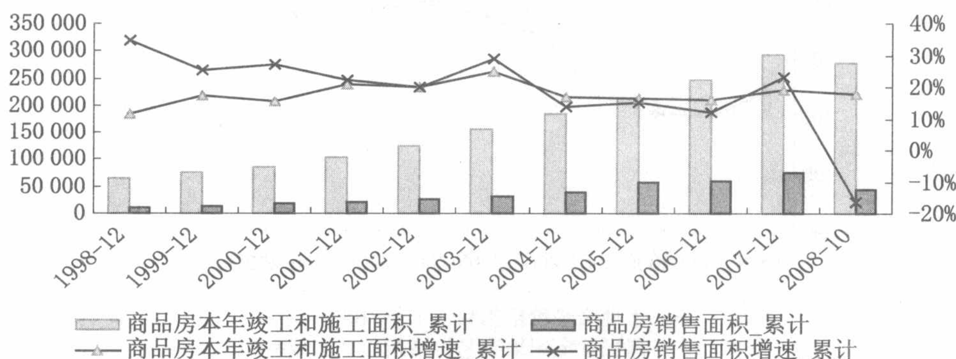
双重压力　上市公司 2009 年业绩增长受阻

一、商品房供大于求

商品房新房的供给由期房和现房组成,期房主要反映在商品房施工面积中,现房反映在竣工面积中。自 1998 年住房体制改革以来,随着房地产投资增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

速的扩大，我国商品房施工面积和竣工面积不断增长，2007 年施工面积为 23.59 亿平方米，竣工面积为 5.82 亿平方米，同比增速分别为 21.1%和 4.3%，施工面积和竣工面积合计的同比增速为 19%。由于房地产企业近两年购地面积的增加和国家对开发周期的要求，2008 年前 10 月全国的商品房施工面积已达到 24.76 亿平方米，超过了 2007 年的全年施工面积，同比增长 18.7%；竣工面积达到 3.07 亿平方米，同比增长 9.1%；施工面积和竣工面积合计的同比增速为 17.6%。与供给充足形成鲜明对照的是，2008 年房地产销售低迷，需求极度萎缩，前 10 月全国商品房累计销售面积仅为 4.47 亿平方米，同比下降 16.5%。商品房供过于求。



资料来源：中经数据，中信建投证券研发部

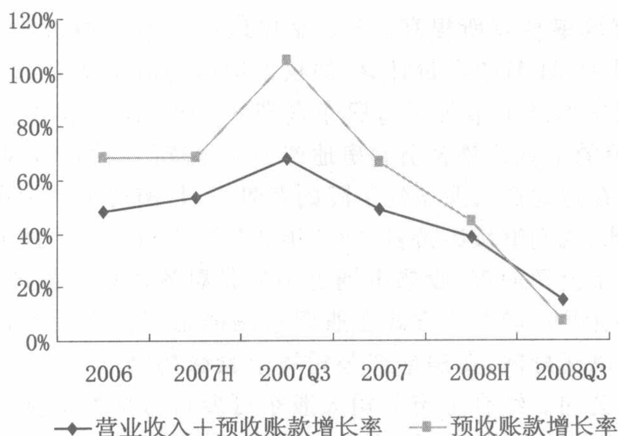
图 6 我国商品房(新房)供给面积和销售面积对比(单位：万平方米)

二、预收账款增速下滑，上市公司 2009 年增长受阻

商品房预售制度使得预收账款成为预测房地产公司业绩的重要先行指标。聚源数据统计，2008 年前 3 季度，105 家房地产上市公司的预收账款总额为 1110.88 亿元，同比增幅仅为 7.34%，与 2007 年同期 104.56%的增幅相比大幅下跌。其中市值前 30 位 30 家房地产上市公司(以 2008 年 10 月 30 日收盘价为准，下同)的预收账款为 858.84 亿元，占 105 家房地产上市公司总预收账款的 77.31%，同比增幅为 20.66%，也远远低于 2007 年前 3 季度 117.34%的增幅。综合考虑营业收入，105 家房地产上市公司 2008 年前 3 季度营业收入和预收账款总额的增长率为 15.23%，低于 2007 年同期 67.97%的同比增幅，但下降幅度比预收账款的增长率相比较有所减少。其中市值前 30 位 30 家房地产上市公司营业收入和预收账款总额的增长率为 28.35%，同样低于 2007 年同期 86.60%的同比增幅。预收账款增速的大幅下降影响了 2009 年的业绩增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如目前的销售状况在2009年上半年得不到改观，我们预测2009年房地产上市公司整体业绩可能出现零增长甚至负增长。



资料来源：聚源数据，中信建投证券研发部

图7 2008年3季度105家房地产上市公司预收账款情况

投资建议：关注融资能力强的公司

尽管中央及各级地方政府采取一系列措施试图刺激房地产交易，但目前房价相对无房人群的购买力仍然过高。因此，如不通过降低房价或增加人民群众的收入来提高消费者的实际购买力，已出台的救市政策很难打破目前房地产销售的滞胀状态，真正刺激交易量的回升。虽然中央出台的9 000亿元保障房投资政策会刺激房地产投资额的增加，有助于未来三年房地产投资额保持15%～20%的增长率，但由于保障性住房开发在房地产上市公司产品中所占比重极少(目前仅有栖霞建设、中天城投等少数几家公司从事经济适用房的开发建设)，且保障性住房的利润极低。因此，此次中央的刺激经济计划对房地产上市公司提高业绩的帮助不大。

目前房地产上市公司的资产负债率在65%左右，有息负债率在60%左右。当前的市场环境下，房地产上市公司的直接、间接融资空间都不大，部分公司将出卖资产来维持资金链，公司的RNAV将进入下降通道。同时，公司将没有能力为未来的发展储备足够的土地。这样，在下一轮牛市中，许多房地产上市公司将因业绩不佳或发展潜力不足而落后于指数的涨幅。在此前提下，我国房地产行业在上市公司层面上的调整2009年还将持续。

聚源数据统计，2008年前3季度，105家房地产上市公司全面摊薄每股收益0.195元，以2008年11月24日收盘价为基准，按2008年整体业绩增长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

15%测算，2008 年动态市盈率为18 倍，其中市值前 30 位 30 家房地产上市公司 2008 年动态市盈率为 19 倍。通过对 2008 年前 3 季度预收账款的增速分析，我们预测 2009 年房地产上市公司整体业绩可能出现零增长甚至负增长，因此 2009 年的动态市盈率会有所提高。105 家房地产上市公司每股净资产 3.014 元，以 2008 年 11 月 24 日收盘价计算，加权平均后的市净率为 1.98 倍，其中市值前 30 位 30 家房地产上市公司每股净资产 3.418 元，市净率为 2.11 倍。考虑到 2009 年房价的下跌趋势会引起房地产公司净资产的缩水，因此，市净率还有上行的空间。在房地产行业景气下降的背景下，目前房地产上市公司的整体估值仍较高，为此，我们继续维持自 2007 年 9 月以来对行业中性的评级。

对房地产上市公司而言，股票市场更多的是融资功能。据统计，房地产上市公司通过 IPO、配股、增发等方式在股票市场的融资金额几乎是同一时期分红总额的 9 倍。毫无疑问，在房地产公司资金紧张的情况下，未来的机遇必属于融资能力强的公司。结合上市公司大股东可发行可交换债券政策的实施和融资融券业务将适时推出的背景，建议关注股东背景雄厚、现金充沛、融资能力强、存货周转快、产品结构多元化、市值较大的房地产上市公司，如保利地产、招商地产、北京城建、金融街等；规避产品结构单一的住宅开发类公司，特别是 2007 年高价拿地的公司。

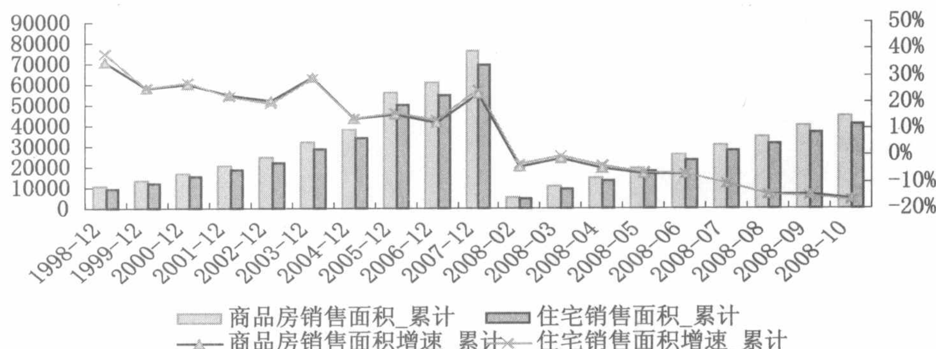
表 2　重点公司融资情况和业绩预测(亿元，元/股)

代码	简称	控股股东	实际控制人	控股比例	二级市场融资金额(亿元)			计划融资	业绩预测(元/股)			
					2006	2007	2008		2007A	2008E	2009E	2010E
000002	万科 A	华润股份	国务院国资委	14.63%	42.0	99.4	59.0	—	0.44	0.45	0.55	0.62
000024	招商地产	招商蛇口	国务院国资委	35.66%	15.0	22.9		增发 81 亿	0.91	0.88	1.01	1.31
000402	金融街	金融街集团	北京国资委	26.55%	11.8	9.0	82.2	发债 57 亿	0.29	0.35	0.42	0.53
600266	北京城建	北京城建集团	北京国资委	52.78%	0.0	16.7		发债 9 亿	0.36	0.62	0.89	0.89
600048	保利地产	保利集团	国务院国资委	48.98%	20.2	68.1	43.0	—	0.61	0.89	1.21	1.68

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2009 年房地产上市公司仍无法走出低谷

自 1998 年国家取消福利分房以来，房地产行业经历了黄金十年，商品房的销售面积和销售金额每年以超过 12%以上的增速增长(除 2004～2006 年外)，增速一般都介于 20%～40%之间。从 2008 年以来商品房销售面积和销售金额的持续负增长和负增长率的不断扩大暗示房地产行业高速发展的黄金十年已落下帷幕，从目前的发展态势来看，以商品房开发建设为主的房地产上市公司 2009 年仍无法走出低谷。



资料来源：中经数据，中信建投证券研发部

图 9　自 1998 年来全国商品房和住宅销售面积情况(单位:万平方米)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

建筑建材:盯住政府投资

正确看待4万亿投资影响

4万亿投资并非完全增量,平摊到未来两年,每年也不过2万亿,占比不到2009年固定资产总投资的10%,很难彻底改变经济整体放缓的趋势,但是政府已经在发出一种信号,未来还会有相关投资措施拉动经济增长,平缓下滑波动。

固定资产投资增速:乐观2009,谨慎2010

我们预计未来一年企业利润增速将会下滑甚至出现负增长,但是在政府投资加大和自筹资金的滞后性影响下固定投资增速2009年会上翘,而到2010年在自筹资金增速下滑的情况下,投资将会下降。这反映到行业上表现为建筑建材需求的相应变化。

建筑建材投资策略

我们看好受政府投资加大而受益的基础建设行业,尤其是前期发展较为滞后的铁路和水利相关子行业。从短期看,水泥行业会出现由于需求下滑带来的价格走低,但是到2009年2季度需求重新启动以后,水泥行业仍然可以维持较好的景气度。预计09年产能利用率仍然能够维持在90%以上,并没有大家预料的悲观。

推荐公司

继续关注产能扩张较快的华北地区龙头企业冀东水泥以及以水利水电施工为核心,集上下游业务为一体的葛洲坝。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

积极财政政策影响剖析

4万亿投资影响究竟有多大

4万亿投资刺激计划看上去很大，但实际上是很多已经宣布的投资计划的集合，且是在未来两年内实现，一些投资计划是之前就安排好的，实际增量并不大。从过去几年的固定资产投资情况来看，2006年新增投资2.1万亿元，2007年新增投资2.7万亿元，2008年预计增量为3.8万亿元，基本都保持在较高的增量，正常情况下09年固定资产投资将超20万亿，这4万亿平摊到未来2年，每年也不过2万亿，占比不到10%，且不属于完全新增。

我们认为政府采用积极财政政策大规模投资，意在通过这种积极的财政政策稳定市场信心，恢复企业投资意愿，进而刺激消费和就业，拉动经济增长，平缓经济下滑趋势。我们要看重的不是其4万亿规模，而是所发出的信号和政府主要投资的领域。从其主要投资的领域来看，一些基础设施子行业，重大施工项目等领域确实得到了实惠，获得很大的资金支持。特别是铁路和水利建设这类国有资本主导，民营资本进入门槛较高的基础设施行业，投资力度将会是前所未有的。

基于以上这些看法，我们认为对于2009年甚至2010年建筑建材行业投资策略的判断不应当仅从这4万亿规模入手，这既容易让人盲目乐观，也存在很多的不确定性，合理的分析方法还是应当从与行业密切相关的固定资产投资的角度出发来分析更为可信。

固定资产投资：乐观2009，谨慎2010

一、历史惊人的相似

本次经济下行风险政府出台大规模经济刺激计划，与1997～1998年亚洲金融危机之后所面临的经济环境相似，而我国上一次运用积极财政政策也正是在这个时间段；通过比较两个时期的特征，我们发现两者有很多的相似性和可比性。因此，那段时期固定资产投资的变化或许对我们现在的经济预测有较好的参考价值，对于未来固定资产投资的变化趋势也有一定的指导和判断。

受当时亚洲金融危机的冲击，1997年底我国国内经济开始出现明显下滑，从图1可以看出自1997年12月开始一直到1998年下半年我国工业企业利润一直是负增长的，为了应对这种情况，我国政府从1997年末政策上开始逐渐转向，到1998年已经完全转向积极的财政政策。这与我国当前经济即将要面对的情况非常相似，现阶段我国企业利润下滑还并不明显，也就是说，我国经济最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

坏的时期还未到来，目前的状况只相当于1997年下半年的经济状态，但是企业利润增速急剧下滑的现象很有可能在2009年会逐渐反映出来。



资料来源：中经网，中信建投证券研发部

图1　工业企业利润总额及增速

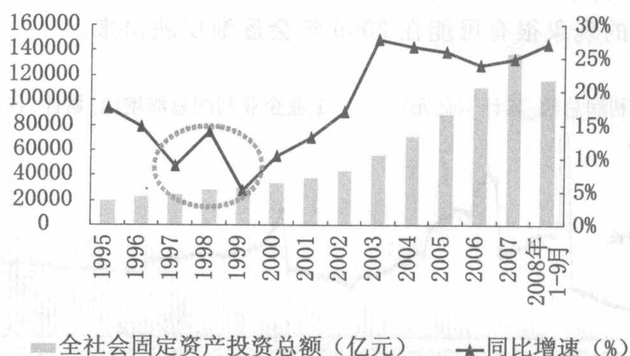
有趣的是，我们注意到尽管在1998年企业利润出现大幅度下滑，全社会固定资产投资增速却仍然是上升的，投资出现明显下滑实际是在1999年。经过分析我们发现这还是要从固定资产投资的资金来源予以解释。

我国从1998年开始实施积极的财政政策，加大了政府投资力度，国家预算内资金增长迅猛，增速达63.6%，高出2007年45个百分点，然而如果仅靠政府投资不足以带动社会投资明显增长(预算内资金实际占固定资产投资资金来源比重很小，主要是自筹资金)，自筹资金在1998年实际仍然保持较高增速，达到15.8%，相对于1997年还增加了2.5个百分点，这就带动了固定资产投资的上升，而1998年大幅下滑的企业利润经过了大半年的滞后期后在1999年表现为自筹资金增速的明显放缓，从而导致1999年固定资产投资也跟着大幅下滑8.8个百分点。从图4可以看出，固定资产投资的变化与自筹资金之间基本表现为一种同向的变动，并且变化方向明显受自筹资金的带动。

表1　固定资产投资资金来源增速变化情况

	国家预算内资金增速	国内贷款增速	利用外资增速	自筹资金增速	其他资金增速
1997	18	8.6	3.7	13.3	12.6
1998	63.6	22.9	−4.8	15.8	22.3
1999	43	4.8	−26.7	1.2	9
2000	10.4	16.9	−9.6	10.7	21.7
2001	20.3	9.1	4.4	21.3	23.7
2002	26.8	24.6	15.1	20.5	21.7

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：中经网，中信建投证券研发部

图 2　1998 年前后固定资产投资增速

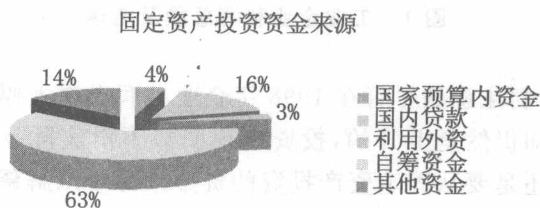
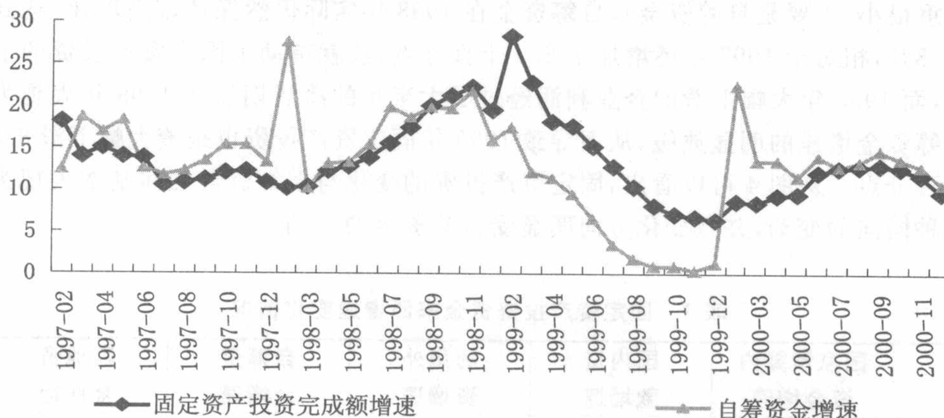


图 3　固定资产投资资金来源

资料来源：中经网，中信建投证券研发部



资料来源：中经网，中信建投证券研发部

图 4　固定资产投资增速和自筹资金增速关系

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、固定资产投资预测

因此，基于以上的分析，我们认为当前形势和 2007 年年底相似，近期出台的积极财政和 1998 年 8 月出台的时间比相对提前，2009 年会和 1998 年一样，固定资产投资在政府大幅度投资和企业自筹资金尚未下跌的情况下，仍然能保持较快的增长速度。此次政府积极的财政政策目标明确，即出手要快，出拳要重，措施要准，工作要实，所以未来一年的投资增长是有保证的。但是 2010 年的经济情况可能就与 1999 年相似，企业自筹资金会有所下降，但暂不明朗，预计不会下降很多，2011 年继续恢复增长。

建筑业投资策略

一、基建行业投资机会加大

从当前宏观经济大背景看，目前公布的各项经济数据已经表明我国经济下行的风险正逐步加大，“保增长，促升级”的目标如果想在短期内得到实现必然要依靠政府投资来拉动，这对于基础建设行业无疑是一个巨大的利好。

过去的“十五”规划中我们大规模兴建了公路网，而对于铁路和水利投资明显不足，因此，此轮政府投资我们更看好铁路建设和水利建设领域。

二、铁路建设——大规模投资启动高增长引擎

“十一五”期间我国进入大规模铁路建设时期，铁道部计划 2010 年全国铁路营业里程达到 9 万公里以上，快速客运网总规模达到 20 000 公里以上，煤炭通道总能力达到 18 亿吨，西部路网总规模达到 35 000 公里。

铁道部 2008 年完成基本建设投资 3 000 亿元，2009～2010 年铁道部还将计划投资 6 000 亿元和 10 000 亿元，复合增长率高达 82.76%，仅 2009 年一年的投资额就相当于从 1998～2006 年 9 年间的投资总和，投资力度可谓史无前例。也说明这次铁路建设成为政府投资的重中之重。

水泥行业投资策略

一、需求提前启动，平滑周期波动

水泥的需求主要靠固定资产投资特别是基建投资来实现。目前新增预算内资金，是希望靠政府投资带动全社会投资，从而拉动经济的增长。不过基建

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

项目审批、开工需要准备时间，水泥需求真正大规模启动可能还需要3～6个月时间，加之一季度本身就是水泥销售的淡季。因此，从短期看，水泥行业会出现由于需求下滑带来的价格走低，但是到2009年2季度待需求重新启动以后，水泥行业仍然可以维持较好的景气度。

但从中期的角度来考量，近期经济形势的快速下滑，企业利润可能出现负增长，在这一短期的过程中，会明显抑制社会上自有资金的投资。而在固定资产投资的资金来源上，自筹资金的比例相当高。因此，固定资产投资增速的变化，也即水泥需求的变化，还要看自筹资金增速变化情况。

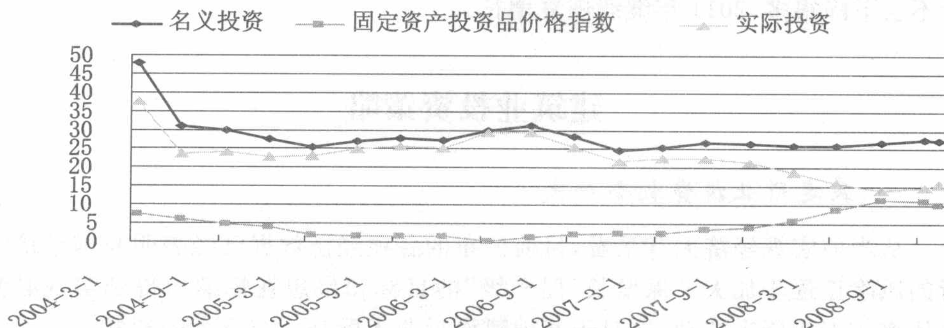
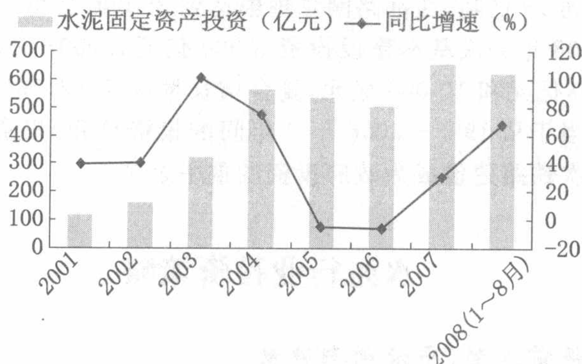


图5 城镇固定资产投资实际和名义增速

二、供给压力未如想象中悲观

目前水泥的投资成本大约是350元/吨。依照目前的水泥固定资产投资的速度，我们预计2009年新增熟料产能1.65亿吨，新增水泥产能2.15亿吨。



资料来源：中经网，数字水泥，中信建投证券研发部

图6 水泥固定资产投资增速较快

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"十一五"期间计划淘汰落后产能2.5亿吨。以此推算，2008年新增的2.15亿吨产能在2009年释放，除去淘汰的落后产能，2009年大约新增有效产能1.8亿吨。从需求看以增速判断2009年固定资产投资规模将超20万亿，2009年水泥需求量约为16亿吨，新增需求量约为1.4亿吨，产能利用率仍然能够维持在90%以上，2009年市场并没有大家预料的悲观。我们认为2009年上半年，受季节因素影响，水泥市场会出现短暂的供过于求，但是从全年来看，如果落后产能淘汰如预期中进行，则供需仍然能够维持合理状态。

表2　水泥未来供需情况预测

	2005	2006	2007	2008	2009
水泥需求量(万吨)	106 400	123 500	136 118	146 400	160 500
需求增长(%)	9.69	16.07	10.00	7.55	9.63
新增熟料产能(万吨)	10 000	8 500	11 000	16 500	19 000
新增水泥产能(万吨)	13 300	11 305	14 630	21 500	24 500
新增产能增长率(%)	−21.30	−15.00	29.41	46.96	20.93
淘汰产能(万吨)	−3 000	−3 000	−6 000	−6 000	−6 000
水泥总产能(万吨)	127 300	135 605	144 235	159 735	179 735
总产能增长率(%)	8.80	6.52	6.36	10.75	12.52
产能利用率(%)	83.58	91.07	94.19	91.65	90.05

资料来源：中信建投证券研发部

三、区域分化延续，西部优势明显

经过分析，我们认为此次铁路建设的重点在于快速客运网路的建设，高速铁路项目覆盖的省份主要是东部地区，受益最大的省份包括江苏，浙江，湖北等地。而公路投资相对于铁路而言对于水泥的需求更大，且主要侧重于中西部地区。因此，相较而言，未来一年水泥需求潜力最大的地区还主要集中在西南和西北地区。

从落后水泥淘汰速度空间上看，华北、东北、华南三个地区的未来可淘汰的落后产能空间大，未来4年的淘汰产能占2007年产量比都高于全国水平。

另一方面，从资源和市场格局来看，中西部地区煤炭资源丰富，受煤炭市场价格波动影响较小，同时地区市场整合还在进一步深化，尚处在产业的高速成长期，待整合逐步完成后，水泥价格有望进一步提升。

综合比较，2009年水泥市场我们更看好西北、华北以及灾后重建地区。华南地区部分落后产能淘汰力度大的地区也有一定机会。

此外2009年伴随煤炭价格的继续回落、大规模余热发电项目的普及，以及

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行业并购整合的进一步深化这些有利因素，在供需偏紧的市场环境中水泥行业仍然具有较好的盈利空间。

四、行业估值及评级

从水泥股近期的市场表现来看，股价的大幅飙升既有对前期行业整体价值低估的修正，也表现为对利好政策的过度反映。目前水泥股价格的走势已经提前反应了行业 2009 年整体向好的趋势。由于对 2009 年水泥行业并不悲观的预期，我们认为在 2009 年水泥行业依然具有一定的投资机会，不过基于我们对 2010 年整体投资状况的担忧，投资者有必要留一份清醒。从行业内多数上市公司的重建价值来看，虽然高于总市值，但扣除有息贷款和少数股东权益后已经低于总市值，短期股价受政策面刺激上涨较大，股价吸引力正在失去，建议投资者等待股价下调后再逐步建仓。

相关上市公司分析

一、葛洲坝——多元化水利水电建设央企

公司是水利水电建设龙头企业，受益水利水电建设，公司储备工程订单充足，截至 2008 年 10 月份公司 2008 年新承接工程订单超过 300 亿元，储备工程订单超过 800 亿元，未来收入增长比较确定。

此外，公司还拥有国内最大的特种水泥基地、民用爆破第一品牌，是第一个采用 BOT 方式投资高速公路的建筑施工企业。民爆业务伴随政府提价和硝酸铵成本价格的走低未来可以保持较高的毛利率。

公司手中还拥有大量可变金融资产，三季报显示期末账面值为 17.5 亿元，增值约 15 亿元，未来金融资产的变现能有效提升公司未来每年的盈利水平。

作为多元化、一体化运营的大型建筑央企，虽然公司业务看似多样繁杂，但实际上作为水利水电工程的上下游产业，各项业务之间具有较好的协同性，公司在多元化运营方面也累积了丰富的经验和成熟的运营模式，我们认为未来伴随基础建设投资力度加强，公司业务将长期维持较高景气度。

经估算，公司 2008～2010 年的 EPS 分别为 0.45 元、0.6 元、0.8 元，对应 2008～2010 年市盈率为 18 倍、14 倍和 10 倍。

二、冀东水泥——北方市场龙头

公司较早提出了扩大华北、挺进东北、开拓西北的“三北”战略。目前，该公司将更多资源和精力集中投向华北和西北地区，同时在全国其他相对空白区域

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

逐步进入扩张。公司主要的华北、东北、西北市场，未来增长潜力较大，有较好的市场增长容量，在这些区域也具有较强的优势。

虽然中国中材拿下冀东事件还没有进一步的进展，但该事件有利于北方水泥市场整合和温和竞争，两家的市场主导地位进一步增强，有利于提升冀东水泥的价值。

该公司2007年年底水泥总产能已经达到2 500万吨，到2008年年底拥有水泥总产能4 000万吨。根据目前已经拟建的生产线，预计2009、2010年水泥能将分别超过5 000万吨、6 000万吨。

经估算，公司2008、2009、2010三年的收入增长率分别为34.15%、56.26%、30.61%，对应2008～2010年的EPS分别为0.38元、0.74元、0.99元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

煤炭采选:景气已过　等待回暖

下游萎缩　需求疲软

我国2008年10月份发电量4年来首次出现同比下降(降幅为4%),其中燃煤发电量较上年同期下滑5.2%,高于全国发电量降幅。钢铁行业拐点突出,生铁产量连续3个月负增长,10月份产量同比减少16.8%。水泥产量增速5月份开始增速跌入个位数区间,10月份水泥产量增速只有1.5%,显著低于2007年同期9.8%的水平。

价格松动　加速下行

澳大利亚BJ现货煤价格由2008年7月份最高时的190.95美元/吨回落至103美元/吨,较最高点回调46%。秦皇岛各煤种的价格出现加速下跌的态势。

‘十项措施’对煤炭需求拉动有限

预计我国2009年钢铁行业耗煤小幅增长1%;水泥行业耗煤为2亿吨左右,2008年相比没有明显增长;预计我国2009年发电量增长为6%,带动煤炭需求增长4.5%,耗煤量约14.9亿吨。

景气已过　等待回暖

2009年,煤炭下游行业增速下滑明显,对煤炭的需求增长显著放缓,而煤炭产能的稳定增长将改变目前供需偏紧的格局,动摇高煤价的基础;国际能源价格的整体大幅下调亦将压制国内煤价。在煤价的下滑通道中,煤炭企业的利润空间必然受到挤压,此时不是投资煤炭企业的良好时机。

我们认为,对于弱势中的强周期行业,重置成本将是重要的投资看点,但应当适当回避焦煤、焦炭类公司和质地不好的公司。

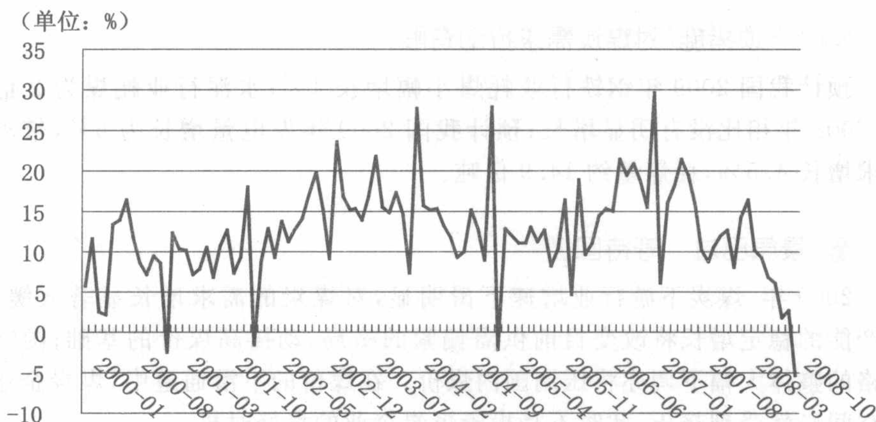
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下游萎缩 需求疲软

2008年我国煤炭行业在火与冰中穿行，几个月前煤炭企业还在一边看着不断攀升的煤价欣喜，一边开足马力满足市场需求；而眼下，它们一边面对下挫的煤价无可奈何，一边希望通过减产措施缓解困境。这种剧烈的变化来自于宏观经济形势骤然改变所造成的下游行业需求疲软。

近年来，我国电力行业始终保持快速发展，然而最近几个月却出现增长下滑趋势。从月度发电量增长看，2008年第2季度开始出现明显回落，尤其5月份开始增速回落到个位数增长，8月份和9月份的增长分别只有1.8%和3.54%。我国10月份发电量4年来首次出现同比下降，下降幅度4%，其中燃煤发电量较上年同期下滑5.2%，高于全国发电量降幅。

2008年前9个月，全国火电设备累计平均利用小时数为3 805小时，同比减少165小时。虽然近期政府计划促进多个基础设施项目建设，进而催生电力需求，但其实现需要一定的时间，且目前尚不能量化，因此未来数月我国的发电量可能会进一步下降。



资料来源：WIND，中信建投证券研发部

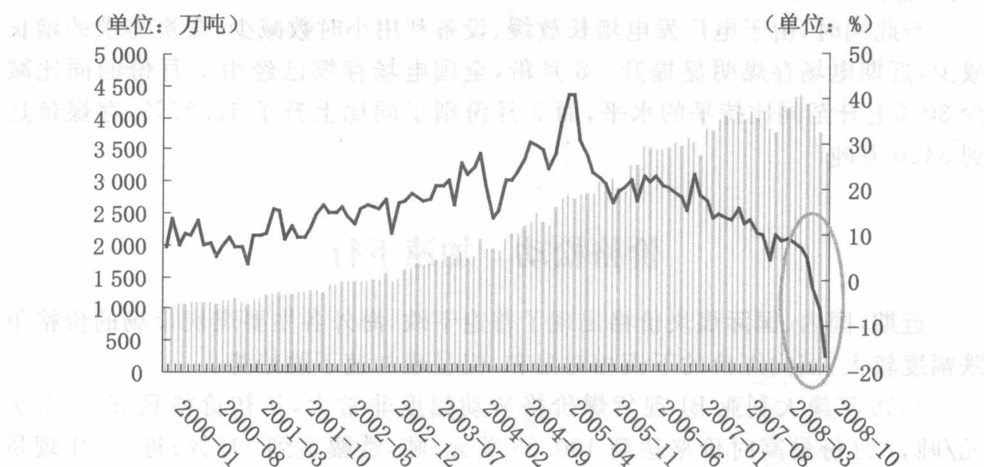
图1 全国月度火电发电量同比增速

钢铁行业拐点突出，生铁产量连续3个月负增长，10月份产量同比减少16.8%。2008年前10个月，我国生铁累计生产3.99亿吨，较2007年前10个月略增3.15%。从单月产量来看，下降趋势十分明显。从2008年7月份开始，月度产量开始转向下跌，8、9、10三个月出现同比负增长，比率分别为－1.46%、－6.13%和－16.8%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

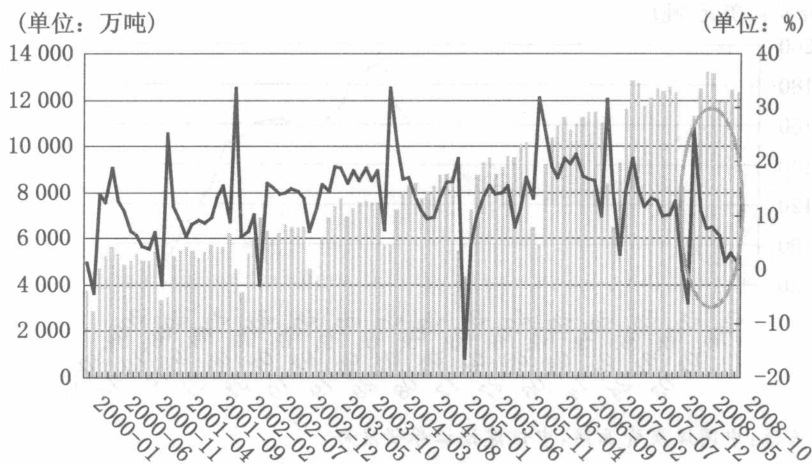
作为上游行业，钢铁行业的景气下降完全由房地产、机械等下游行业的需求减缓所导致。未来宏观经济景气度下行，钢铁行业产量或将持续萎缩，钢铁行业对煤炭的需求将持续萎缩。

水泥行业受影响相对较小，但是从增速曲线中看出，其波动区间明显下移，2008年各月增速低于2007年，5月份开始增速跌入个位数区间，10月份水泥产量增速只有1.5%，显著低于2007年同期9.8%的水平。



资料来源：WIND，中信建投证券研发部

图2 生铁月度产量及同比增速



资料来源：WIND，中信建投证券研发部

图3 水泥月度产量及同比增速

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

煤炭行业的景气下行从社会煤炭库存中可见一斑。一方面，下游各行业的需求出现疲软；另一方面，当煤炭价格出现松动时，市场的观望气氛浓郁，中间商明显放缓了进货，买方则希望首先消耗掉前期的囤货，采买十分克制。

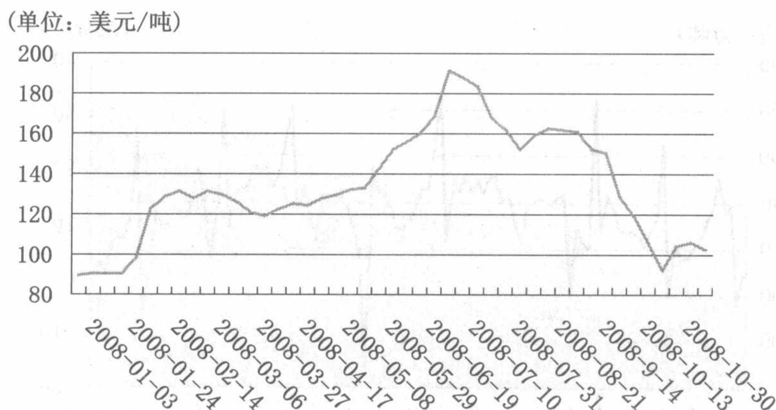
秦皇岛港的库存进入 2008 年 9 月份之后攀升至 800 万吨以上的高位，基本达到完全饱和状况。另外，10 月份我国港口煤炭发运量预计完成 3 800 万吨，同比下降 3.1%，而环比则首次出现负增长，增幅较 9 月份减少 7.6 个百分点，下降幅度为近年少有。这些进一步表明了市场需求量明显放缓。

与此同时，由于电厂发电增长放缓、设备利用小时数减少，煤炭需求的增长减少，近期电场存煤明显提升。8 月份，全国电场存煤已经由 7 月份的同比减少 30%上升至同比持平的水平，而 9 月份则了同比上升了 12.27%，存煤量达到 3450 万吨。

价格松动　加速下行

近期，国内、国际煤炭价格出现了普遍下跌，海外各主要煤炭市场的价格下跌幅度较大，国内煤价的下调相对温和，但呈现加速下跌趋势。

2008 年澳大利亚 BJ 现货煤价格波动幅度非常大，年初价格只有 89.7 美元/吨，7 月份最高时价格达到 190.95 美元/吨，涨幅达到 112%；近期 BJ 现货煤价格出现快速下跌，11 月 6 日价格为 103 美元/吨，较最高点回调 46%，但仍较年初上涨 15%。



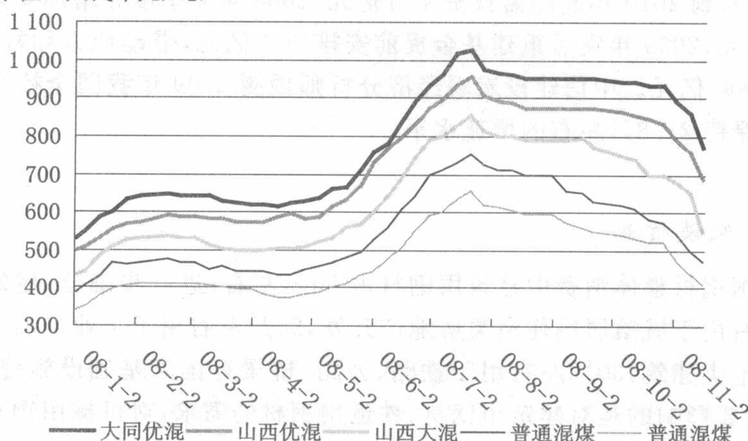
资料来源：中国煤炭资源网，中信建投证券研发部

图 5　澳大利亚 BJ 现货煤价格

纵观 2008 年的秦皇岛煤炭价格走势，总体上呈现前 4 月稳步上涨、5 月至 7

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

月加速上涨、8月之后回落的态势。前4个月，秦皇岛5种主要煤种的价格涨幅区间在13%～18%间；煤价暴涨发生在5月份之后，5月5日到7月21日间，大同优混车板价上涨了387.5元，达到1 025元/吨，期间涨幅60%，其他主要煤种的期间其间涨幅在63%至68%，而这时的价格已经较年初上涨超过90%。针对煤炭价格飞涨，发改委先后两次颁布了限价措施，此后煤炭价格逐步得到平抑。但是作为国内煤价风向标的秦皇岛中转地价格并没有马上掉头向下，而是保持相当长时间的坚挺，其间回调幅度有限，但是最近价格一步松动，出现了加速下滑。



资料来源：中国煤炭资源网，中信建投证券研发部

图6　秦皇岛车板价格

“十项措施”　拉动有限

2008年11月5日，国务院常务会议研究部署措施以面对严峻的内外经济形势。国务院的经济刺激方案中各项涉及安居工程、基础设施建设的措施将直接影响钢铁、建材、基建、电力等行业。煤炭为一次能源行业，是社会经济的最上游，其变化相对于下游行业一定是滞后的。“十项措施”将通过以上一些行业传导至煤炭行业，对其形成间接拉动作用。十条措施中对未来煤炭行业构成影响的主要有以下几点。

(1)加快建设保障性安居工程。加大对廉租住房建设支持力度，加快棚户区改造，实施游牧民定居工程，扩大农村危房改造试点。

(2)加快农村基础设施建设。加大农村沼气、饮水安全工程和农村公路建

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

设力度，完善农村电网，加快南水北调等重大水利工程建设和病险水库除险加固，加强大型灌区节水改造。加大扶贫开发力度。

(3)加快铁路、公路和机场等重大基础设施建设。重点建设一批客运专线、煤运通道项目和西部干线铁路，完善高速公路网，安排中西部干线机场和支线机场建设，加快城市电网改造。

(4)加快地震灾区灾后重建各项工作。

从此次国务院公布的措施来看，影响最大的是固定资产投资额项目。按照规划，国家到2010年底约需投资4万亿元，2008年4季度先增加安排中央投资1 000亿元，2009年灾后重建基金提前安排200亿元，带动地方和社会投资，总规模4 000亿元。中信建投宏观经济分析师预测2009年我国全社会固定资产投资将保持21.8%左右的增速水平。

一、钢铁行业

我国钢材整体消费中建筑用钢材占50%左右；进一步细分，建筑类钢材的45%左右用于城镇居民住宅类房地产开发，25%左右用于工业厂房、医院、学校等非住宅类建筑，30%左右用于铁路、公路、桥梁等国家基础设施建设。“十项措施”主要影响的是对建筑用钢材、铁道用钢材的需求，对机械用钢有间接的影响，对家电、汽车用热冷轧产品影响不大。

将近10年来固定资产投资实际增速(固定资产投资增速扣除价格因素后所得)与螺纹线材表观消费量增速进行对比，可以发现二者具有正相关性。若2009年全社会固定资产投资累计增速为21.8%，考虑到2009年固定资产投资价格指数必定低于2008年水平，则2009年固定资产投资实际增速将高于2008年水平，我们可以认为2009年以螺纹、线材为代表的建筑钢材表观消费增速相比2008年将有所提升。此次国家的“十项措施”的实施将对2009～2010年建筑钢材的消费起到较强的支撑作用。根据中信建投证券行钢铁行业分析师的预测，我国2009年粗钢产量小幅增长1.4%，相应的生铁产量为47 975万吨。参照我国钢铁行业耗煤状况，预计2009年我国钢铁行业耗煤小幅增长1%，即46 823.6万吨。

表1　2009年钢铁产量，钢铁行业耗煤量

	2007	增速(%)	2008年1～10月	增速(%)	2008E	增速(%)	2009年E	增速(%)
粗钢表观消费量(万吨)	43 486.4	13.10	38 445.8	5.70	45 351.5	4.30	46 497	3.00

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

	2007	增速(%)	2008年1～10月	增速(%)	2008E	增速(%)	2009年E	增速(%)
粗钢产量(万吨)	48 924.1	15.70	42 728.8	3.90	49 800	1.80	50 500	1.40
钢材产量(万吨)	56 460.8	22.70	48 791.1	5.90	57 500	1.80	58 500	1.70
生铁产量(万吨)	46 691.83	15.17	39 856.09	3.15	47 310	1.32	47 975	1.41
钢铁行业耗煤	NA	NA	39 149.45	2.5	46 363.8	—	46 823.6	1

资料来源：中信建投证券研发部

二、水泥行业

中信建投证券建材行业研究员判断2009年水泥基本能保持一种供需平衡。但这取决于落后产能淘汰速度是否如计划中安排，且水泥上半年可能受季节因素需求不旺，而且基建项目前期审批勘测还需要5～6月，到2009年下半年水泥需求会启动，供需恢复平衡。

“十一五”期间计划淘汰落后产能2.5亿吨。2007年水泥市场景气度较高导致落后产能淘汰速度较慢，工信部公布的《2008年应予淘汰落后水泥产能的企业名单》涉及26个省、自治区、683家水泥企业的946条湿法窑、中空窑及机立窑生产线，预计将达到6 000万吨。伴随水泥需求的部分回落，未来落后产能的淘汰速度还将加快。2008年新增的2.15亿吨产能在2009年释放，除去淘汰的落后产能，2009年大约新增有效产能1.4亿吨。

2009年全国水泥的需求量大体增长9.63%，达到16.05亿吨左右。而随着落后产能的淘汰和新型干法水泥占比的提升，水泥单位耗煤将进一步下降至125kg/吨，预计2009年水泥行业耗煤为2亿吨左右，与2008年相比没有明显增长。

表2　2009年水泥产量，水泥行业耗煤量

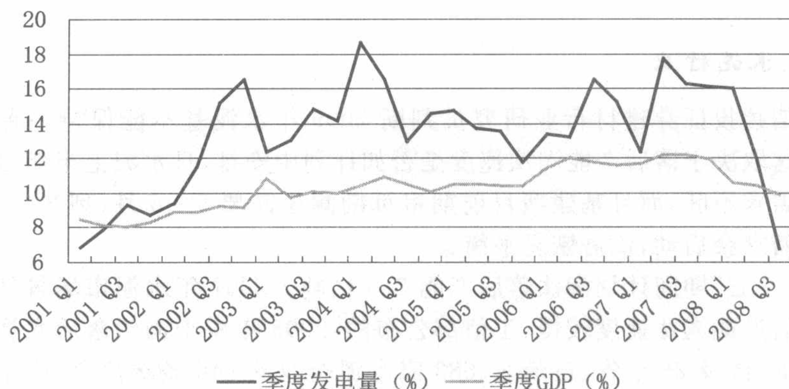
	2007	增速(%)	2008E	增速(%)	2009年E	增速(%)
水泥需求量(万吨)	136118	10.00	146400	7.55	160 500	9.63
新增水泥产能(万吨)	14630	29.41	21 500	46.96	24 500	20.93
淘汰产能(万吨)	−6 000	—	−6 000	—	−6000	—
水泥总产能(万吨)	144235	—	159 735	—	179 735	—
水泥行业耗煤	NA	—	19 800		20 062.5	1.33

资料来源：中经网，数字水泥，中信建投研发部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、电力行业

发电量的增长和 GDP 的增长保持较高的同向趋势，但是在时间轴上，其变化较 GDP 的变化有一定的提前，且波动区间更为明显。中信建投证券宏观研究员预测 2009 年 GDP 增幅为 8.3%，在此假设前提下，预计我国 2009 年发电量增长为 6%，带动煤炭需求增长 4.5%，达到 14.9 亿吨。



资料来源：WIND，中信建投证券研发部

图 7　季度 GDP 增幅与季度发电量增幅

综上，2009 年煤炭的主要下游行业都将经历增速明显放缓的阶段，煤炭的需求增长也将出现大幅下降。

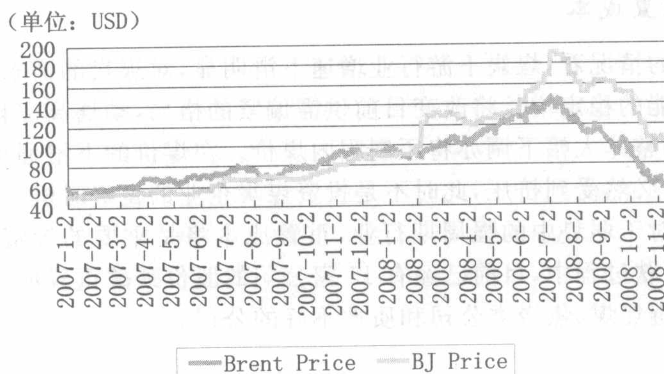
景气已过　等待回暖

一、煤炭价格下行空间打开

国际石油和煤炭价格有极强的相关性。从历史数据看，原油和煤炭的价格相互咬合上涨，但年中一度煤炭价格大幅高于原油价格。纽约商品交易所轻质原油期货价格从最高的 147.27 美元急速下落至 40 美元左右，由此也拉动了国际煤炭价格的快速下跌。但煤炭价格仍不及原油价格回调的幅度深，二者的价格茬口张开较大。从等热值的原油和煤炭的对价关系上看，现在原油价格已经从原先高点接近 5 倍的水平下跌至最近的 2.11 倍，煤炭相对原油的价格优势明显减弱。因此后期二者的价格开口必将收窄，煤炭价格有近一步下跌的空

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间。而国际煤炭价格的走低必然形成对国内煤价的压力。



资料来源：中国煤炭资源网，Bloomberg，中信建投证券研发部

图 8　Brent 原油和 BJ 现货煤炭价格走势对比

除了国际煤价的外部因素外，我国煤炭供需关系转至偏松的格局也将动摇煤炭价格高企的基础。据国家安监总局数据，截至 2007 年底，我国共关闭小煤矿 11 155 处，约占 2005 年初全国小煤矿数量的 45%，淘汰落后生产能力 2.5 亿吨；20 个产煤省（自治区、直辖市）中，共有 8 821 个煤矿参与了资源整合，整合后将形成 3 747 个矿井，小煤矿平均单井能力由 2005 年的 3.2 万吨/年提高到 2007 年底的 6 万吨/年。综合考虑关闭小煤矿和煤炭固定投资的情况，预计 2009 年我国煤炭产能将提高 2 亿吨左右，而相对于有限的需求上涨，显然煤炭供需偏紧的格局有一定程度的变化。预计重点合同煤价格依然稳固，将有 3%～5%的涨幅空间，然后现货煤价格将在目前的水平上进一步下跌，二者的开口缩窄。

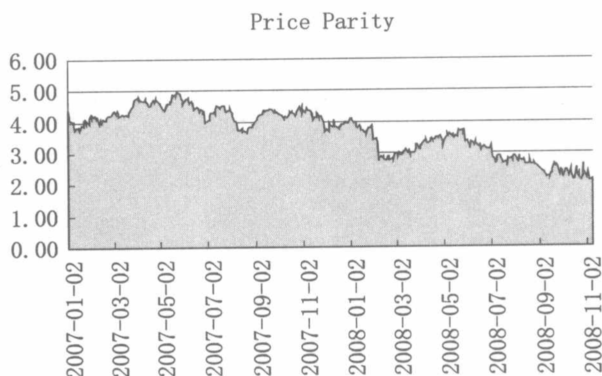


图 9　等热值 Brent 原油和 BJ 现货煤炭对价关系

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、关注重置成本

从 2009 年的情况看，煤炭下游行业增速下滑明显，对煤炭的需求增长显著放缓，而煤炭产能的稳定增长将改变目前供需偏紧的格局，动摇高煤价的基础；国际能源价格的整体大幅下调亦将压制国内煤价。在煤价的下滑通道中，煤炭企业的利润空间必然受到挤压，此时不是投资煤炭企业的良好时机。

我们认为，对于弱势中的强周期行业，重置成本将是重要的投资看点。在煤炭股不断的下跌过程中，目前已经有 15 家公司的股价跌破重置成本，但这其中，应当适当回避焦煤、焦炭类公司和质地不好的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

电力：煤价下跌未必是利好

电价提高不够补偿煤价涨幅

目前的市场电煤价格比 2007 年同期高了 300 元/吨，如果按照煤电联动测算至少需要上调 6 分钱左右，现在上网电价共上调的 3.7 分钱仅相当于电煤价格 1 吨上涨了 100 元。

电煤走势可能下滑

煤炭市场未能呈现往年的进入第 4 季度以来，煤炭市场旺季特征，煤炭价格尤其是动力煤价格呈现加速下滑的态势。

2009 年全国电力供需回落

预计 2009 年，电力供需在装机规模和输配规模稳步增长的良好情况下，电力装机短缺的局面已经消除，全国电力供需形势总体基本平衡，个别省份略有紧张，部分地区还会出现容量相对富裕的现象。

维持电力行业卖出评级

我们认为在第三次煤电联动不确定的前提下，建议卖出电力股。只有在第三次煤电联动确定的前提下，而煤炭价格继续处于下跌趋势，才能对电力行业进行增持。

由于太阳能和水电的广阔发展前景，我们建议买入川投能源、黔源电力，但是不排除多晶硅产能大幅提高，导致恶性竞争的可能，注意投资风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10 月份用电量同比下降 3.69%

2008 年 1～10 月份，全国全社会用电量 28 968.50 亿千瓦时，同比增长 8.27%。第一产业用电量 748.60 亿千瓦时，同比增长 3.53%；第二产业用电量 21 868.14 亿千瓦时，同比增长 7.36%；第三产业用电量 29 33.47 亿千瓦时，同比增长 10.85%；城乡居民生活用电量 34 18.29 亿千瓦时，同比增长 13.29%。1～10 月份，全国工业用电量为 21 583.83 亿千瓦时，同比增长 7.30%；轻、重工业用电量同比增长分别为 4.05%和 8.04%。

1～10 月份，全国规模以上电厂发电量 28 704.74 亿千瓦时，比 2007 年同期增长 8.3%。其中，水电 4 426.70 亿千瓦时，同比增长 14.6%；火电 23 547.5 亿千瓦时，同比增长 6.8%；核电 573.53 亿千瓦时，同比增长 14.0%。全国主要电网统调发电量 25 001.80 亿千瓦时，最高发电负荷合计 47 979 万千瓦，与 2007 年同期相比分别增长 10.50%、8.71%。

1～10 月份，全国 6 000 千瓦及以上发电生产设备容量 73 581 万千瓦，同比增长 12.2%。其中，水电 13 849 万千瓦，同比增长 18.3%；火电 57 923 万千瓦，同比增长 10.3%；核电 885 万千瓦，与 2007 年持平。

1～10 月份，全国发电设备累计平均利用小时为 3 981 小时，比 2007 年同期降低 200 小时。其中，水电设备平均利用小时为 3 110 小时，比 2007 年同期增长 22 小时；火电设备平均利用小时为 4 171 小时，比 2007 年同期降低 225 小时。

1～10 月份，全国电源基本建设完成投资 2 455.60 亿元，新增生产能力（正式投产）5 846.20 万千瓦。其中水电 1 525.88 万千瓦，火电 4 091.59 万千瓦，风电 208.63 万千瓦。电网基本建设完成投资 2 073.54 亿元，电网建设新增 220 千伏及以上变电容量 14 763 万千伏安、线路长度 24 121 千米。

电价提高不够补偿煤价涨幅

国家发改委 2008 年 8 月 19 日发布企业上网电价有关问题的通知，自 2008 年 8 月 20 日起，将全国火力发电（含燃煤、燃油、燃气发电和热电联产）企业上网电价平均每千瓦时提高 2 分钱，燃煤机组标杆上网电价同步调整。

与国家发改委 2008 年 6 月 19 日调价不同的是，电网经营企业对电力用户的销售电价不做调整。由于此次单方面上调上网电价是专为缓解火电亏损而为，同属电力系统的电网将替火电企业分担部分经营困难。我们认为 6 月 19 日上调 2.5 分电价时，上网电价上调了 1.7 分，五大发电集团能够减亏 40%～45%，而这次上调 2 分的幅度能够解决剩下的部分，两次电价上调能够基本弥补火电企业的亏损。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是，不调终端电价是考虑到 PPI 上涨压力，这只是权宜之计。由于电网的建设任务也比较重，加上雪灾、地震灾害对电网的损失，政府很可能采取延期上调销售电价或直接补贴电网的方式保证电网利润。

发改委通知中提到，各省(区、市)电网火力发电企业上网电价调价标准，依据该地区煤炭价格上涨情况确定。除西藏自治区、新疆维吾尔自治区不做调整外，山东、上海、浙江、江苏、河南、广东、广西、海南火力发电企业上网电价上调标准为 2.5 分/千瓦时，北京、天津、河北、山西、福建、湖北、湖南、江西上调标准为 2.0 分/千瓦时，安徽、四川、重庆、陕西、甘肃、贵州上调标准为 1.5 分/千瓦时，内蒙古、宁夏、青海、云南上调标准为 1.0 分/千瓦时。按照上调标准，南方省份上调幅度高于平均水平，原因是当地煤价上涨幅度较大，而且要负担较高的运费。

以发改委二次限价令标准市场电煤价格比 2007 年同期高了 300 元/吨，如果按照煤电联动测算至少需要上调 6 分钱左右，现在上网电价共上调的 3.7 分钱仅相当于电煤价格 1 吨上涨了 100 元。

虽然，此次上调上网电价，对火电企业来说无疑是雪中送炭，但电企能否实现盈利，还取决于电煤价格的后续走势。由于发改委的限价令持续到 2008 年年末，由于煤价的上涨难以向下传导，2008 年下半年煤价有望稳定下来，如果限价令 09 年不再持续，煤价可能有小幅上涨，但长期来看，随着煤炭产能的逐步释放、小煤矿陆续复产，煤价暴涨的现象难现。

电煤走势可能下滑

2008 年以来，电煤供求呈现总体偏紧态势，局部地区、部分煤种出现了煤炭供应紧张的现象，煤炭价格持续走高。电煤资源紧张、电厂库存下降、缺煤停机容量增多是导致 2007 年部分省区电力供需紧张甚至出现缺口的最主要原因。

在 2007 年全国电煤价格平均上涨 35 元/吨左右的基础上，2008 年的煤炭产运需衔接会签订的电煤合同平均价格再次上涨 35～45 元/吨。3 月份以来，一些国有和地方煤矿重点电煤合同价格普遍上涨，涨幅介于 15～100 元/吨之间，有的达到 200 元/吨以上。从 4 月底到 6 月末仅两个月的时间，秦皇岛地区主流动力煤品种的交易价格的整体上涨幅度达到了 300 元/吨以上，发热量 5 500 千卡/千克的煤价达到 920 元/吨以上。6 月 19 日国家出台电煤价格临时干预措施后，一些地方煤矿市场价格仍然在继续上涨。

因电煤价格持续走高，市场供求紧张，频繁出现煤炭热值低、灰分高、杂质多的情况，导致锅炉燃烧不稳、带负荷困难、受热面磨损加剧、炉膛结焦等一系列问题，给发电设备正常运行带来很大危害，也给电力安全、稳定供应带来了新

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的问题。由此可见，电煤质量明显下降。

2008 年上半年，全国发电和供热合计消耗原煤 75 458 万吨，占全国原煤生产总量的 60.06%，比 2007 年全年比重提高 3.39 个百分点。6 月底直供电网库存 2 174 万吨，可耗用 11 天，同比减少 6 天。

但是，2008 年 1～10 月份，全国火电发电量同比增加 9.31%，增幅回落 6.07 百分点，10 月份火电发电同比首次出现负增长 1.86%。11 月 4 日，全国直供电厂电煤库存 4 541 万吨，较 2007 年最高值增加 1 326 万吨，平均可耗用 27.7 天。

进入第 4 季度以来，尽管存在冬季用煤高峰这一支撑因素，但宏观经济下行速度呈现加快趋势，由此导致煤炭需求持续下滑，煤炭市场未能呈现往年的进入第四季度以来，煤炭市场旺季特征，煤炭价格尤其是动力煤价格呈现加速下滑的态势。

动力煤方面，11 月 10 日，中转地秦皇岛港发热量为 6 000 大卡的大同优混离岸价为 870 元/吨，较上周下跌 30 元/吨，进入 11 月份以来，已经连续下跌 70 元/吨，跌幅高达 7.4%。产地煤价也呈现继续下行态势，11 月 10 日，发热量 6000 大卡的山西大同地区动力煤价格为 540 元/吨，较 10 月底下跌 30 元/吨，跌幅为 5.3%，较 8 月份的历史高点 620 元/吨下跌 80 元/吨，跌幅为 12.9%。

2009 年全国电力供需回落

2008 年用电增长基本保持在 9%左右的水平上，全年累计发电设备平均利用小时在 4 900 小时左右，火电设备平均利用小时在 5 200 小时左右。

2009 年度国内、国际经济走势难以预测准确，预计 2009 年，电力供需在装机规模和输配规模稳步增长的良好情况下，电力装机短缺的局面已经消除，全国电力供需形势总体基本平衡，个别省份略有紧张，部分地区还会出现容量相对富裕的现象。由于目前电煤供应及其运输严重制约电力供应能力，全国电力平衡较为脆弱，制约因素较多，尤其是电煤供应、来水和气候情况将是影响 2009 年电力供需的决定性因素。

2009 年，全国电源投资和投产规模预计继续回落，投资完成规模保持在 3 000 亿元左右，基建新增装机在 9 000 万千瓦左右。电网基本建设投资规模预计 3 000 亿左右，与电源基本建设投资规模基本持平。

维持卖出电力行业

目前影响电力行业投资价值主要是三个问题：①用电需求增长速度会回落到多少；②煤价走势；③电价还能上调多少。由于回答三个问题的因素较多，又

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

难以确定，特别是存在煤价下跌不深，第三次煤电联动又不启动的情况，我们认为目前电力行业仍不具备投资价值，建议卖出电力股。

对于电煤 2009 年度的实际供需状况，就连坚持要求煤矿降价的发电企业也承认，煤炭供需情况很难作出准确预测。发电企业既希望电煤价格继续下行以减少经营压力，但也担心再度出现 2008 现象。市场有很多无法预料的变化，2008 年的电煤紧缺是在“2008 年度订货会”之后才发生。

因此，即使现在电煤价格下行趋势明显，但 2009 年无法预料的经济形势发电企业也不敢不慎重考虑。由于目前市场煤价虽有回落但仍然略高于合同煤价，因此合同电煤价格出现小幅上涨也极有可能。

同时，也存在由于宏观经济下行，上调电价将增加社会企业成本，如果煤价下跌，不进行第三次煤电联动的可能性较大。

所以，只有在第三次煤电联动确定的前提下，而煤炭价格继续处于下跌趋势，才能对电力行业进行增持。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通信设备:国内电信投资不确定性降低

扩大内需政策助推 3G 发牌 国内电信投资不确定性降低

3G 牌照颁发后,估计国内 2008～2010 年的电信固定资产累计投资将达约 9 000 亿元,年均投资额约 3 000 亿,较 2007 年 2 280 亿元增约 32%,其中 2009 年投资额估计约 3 400 亿元,较 2007 年增约 50%。

子行业冷暖不一,手机业 3G 机恐难抵危机负面影响

无线主设备、基站部件、无线覆盖设备受益程度最高,时间上也领先;终端子行业受益程度较高,但时间靠后。光通信行业直接受益 3G 建设程度较小,但宽带用户和流量增长推动传输设备市场平稳增长、光接入设备中长期将高速增长。受经济危机影响,普通消费者的手机更换周期趋向延长,3G 初期带来的部分中高端用户换机需求难抵整体市场增速下滑的负面影响。

盈利能力:成本压力缓解,但仍受限于激烈的价格竞争

09 年国内电信设备招标 WCDMA、CDMA、TD 系统设备和其他细分设备单价下降。行业上市公司毛利率仍可能下降,但净利润率因销售、管理费用规模效应和利率降低将有所改善。

行业投资建议:谨慎乐观,增持评级

维持对行业"增持"评级,因行业需求景气上行和原材料成本下降助推业绩成长趋势明确,且 2009 年较低的动态估值可很大程度防御国际市场不确定性和价格竞争带来的投资风险。

重点上市公司:推荐中兴通讯、烽火通信

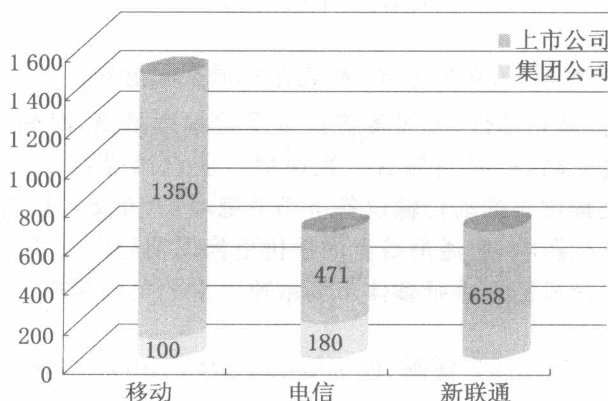
中兴通讯,依然是国内 3G 建设最重要受益者。烽火通信,把握 3G 之外的 FTTx 机遇。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

扩大内需政策助推3G发牌 国内电信投资不确定性降低

3G牌照发放后，通信设备行业能更快迎来3G投资带来的需求景气向上周期。

我们同时判断，在政府近期强烈的“保增长”意愿下，工信部对推动电信网络基础设施共享政策的态度会发生微秒变化，不排除近、中期内有被搁置的可能性（运营商自己选择的合作共建行为除外）。这能降低市场对该政策影响（虽然我们认为这种影响较小）国内通信设备需求的担心。



注：以上投资额不包含对非上市业务的投资，即北方电信固网（除北京电信）、原网通南方固网、移动集团旗下铁通的投资等

资料来源：中信建投证券研发部

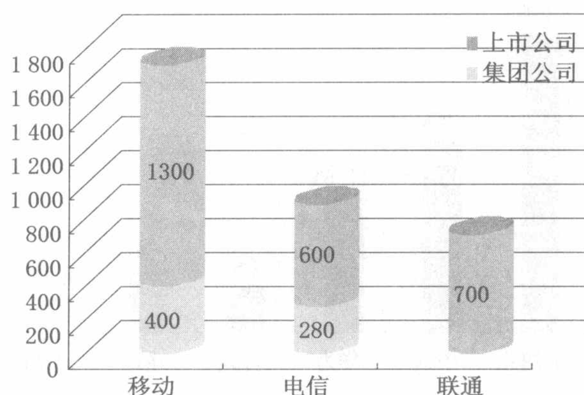
图1 运营商2008年合计投资约2 760亿，同比增29%

除3G业务牵引运营商加大投资外，目前国内钢材、水泥及房屋价格出现明显滑落，显著降低运营商在移动网络铁塔、机房和站址方面的投资成本，也会刺激运营商2009年加大网络设备投资力度（电信、联通希望以最短时间缩小与移动的网络覆盖差距，同时在3G网络部署上取得领先优势）。

在3G建设推动下，我们估计国内2008～2010年的电信固定资产累计投资将达约9 000亿元，年均投资额约3 000亿，较2007年2 280亿元增约32%。其中，2009年投资额估计约3 400亿元（包括对上市业务的近3 300亿和非上市业务的100多亿投资），较2007年增约50%。

我们对国内电信投资周期走势的判断不变，即2008年4季度至2009年3季度是投资同比增速高峰（25%～30%），2009～2010年投资额整体处于高位，2011下半年开始以移动网络为主的投资可能同比下降，周期回落。由于目前行业的实践是设备商发货、建设安装网络，工程交付验收后才能确认大部分收入，电信投资扩张对设备商业绩的拉动可能稍滞后2～3个月才能充分显现。

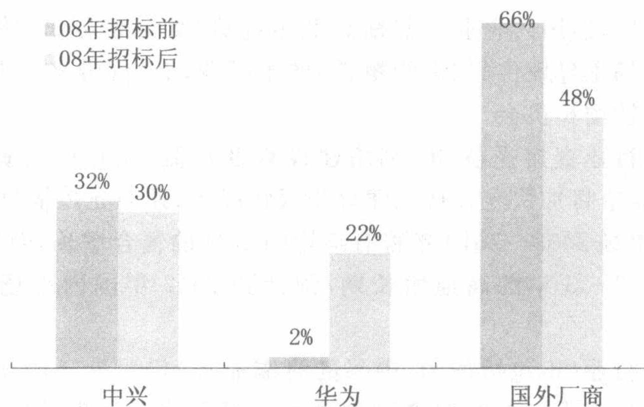
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：中信建投证券研发部

图 2　2009 年合计投资约 3 280 亿，同比增 19%

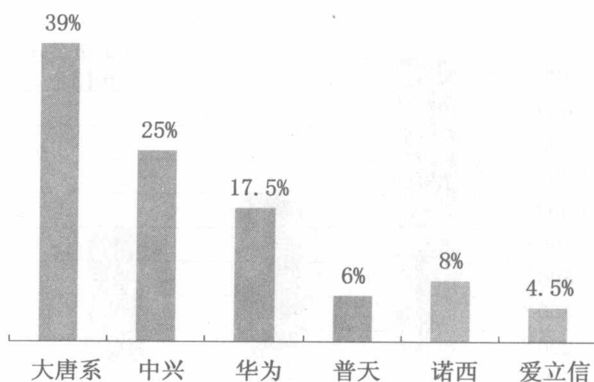
与 2G 时代国内的华为、中兴处于移动网络系统设备市场配角地位（估计两者占 07 年国内 2G 网络无线主设备招标份额的 30%～35%，存量份额更低于 20%）不同，国内厂商正确立在 3G 市场的主导地位：①CDMA，经过 2008 年一期招标后，估计中兴、华为占中国电信 CDMA 设备存量份额 50%～55%，未来几年的趋势是稳中趋升；②TD-SCDMA，中兴、大唐系（大唐移动＋烽火移动＋新邮通）、华为、普天合计获二期招标份额的 88%，居绝对优势；③WCDMA，预计华为、中兴将在联通的 W 招标中合计获得 40%左右无线主设备份额。主导地位的确立将使国内通信设备产业链最大限度分享 3G 建设蛋糕，提升整个产业的国际竞争力。



资料来源：中信建投证券研发部

图 3　国内厂商占电信 CDMA 存量份额超过 50%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：中信建投证券研发部

图 4　国内厂商占移动 TD 二期招标份额约 88%

子行业冷暖不一，手机业 3G 机恐难抵危机负面影响

通信设备子行业众多，受益于 3G 网络建设的程度大小、时间先后都有差异。从与移动网络相关性看，无线主设备、基站部件、无线覆盖设备受益程度最高，时间上也领先；终端子行业受益程度较高，但时间靠后；光通信行业直接受益 3G 建设程度较小。

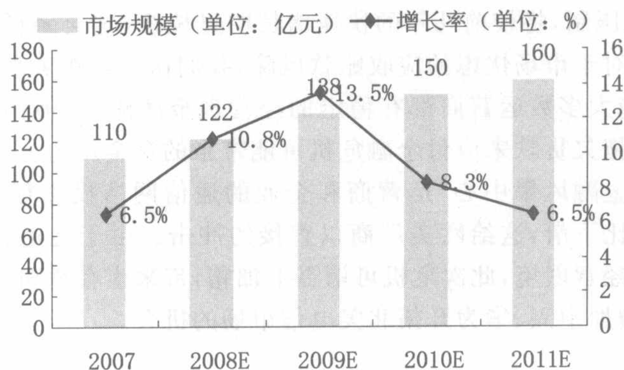
除子行业所处产业链位置外，子行业内国内外企业的相对竞争地位也影响其潜在受益 3G 的程度。对于国内企业已形成竞争优势且 2G 时代因历史原因份额偏低的子行业（如综合系统设备的华为、中兴），3G 将成为替代国外厂商的重要机会。反之，国内企业仍然缺乏竞争优势（如通信测试、终端）或 2G 时代已经取得市场主导地位（如无线覆盖）的子行业，3G 仅带来行业整体性而不包括进口替代性增长机会。

光通信行业直接受益 3G 网络建设程度较低，但在国内宽带用户持续增长、全业务竞争将加快光纤接入建设步伐情况下，预期光传输（包括光网络设备和光纤缆）市场 2008～2010 年将有年均约 10%的复合增长，而光接入设备市场将迎来一个 3～5 年的高速增长期，预计到 2012 年国内市场规模将超过 60 亿元。

手机子行业（不包括华为、中兴的终端业务）仍然处于困境中，虽然 3G 将带来部分中高端手机更换需求（初期很大一部分将以运营商补贴方式更换），但在全球金融、经济危机冲击下，普通消费者的手机更换周期趋向延长，预计 2009 年全球手机出售量增速下滑到 5%以下（2008 年约 10%），国内的 2G 手机

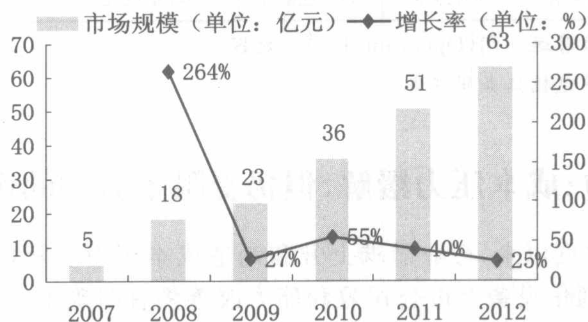
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更换需求也会受到冲击。由于国内手机厂商数量众多、整体竞争力仍然偏弱，相关手机上市公司 2009 年仍将面临巨大的挑战。



资料来源：中信建投证券研发部

图 5 国内光网络设备市场规模预测



资料来源：中信建投证券研发部

图 6 国内光接入设备(PON)市场规模预测

危机影响:新兴市场增速趋缓,但部分欧美厂商受打击更大

目前评估金融危机对通信设备行业的影响仍较为困难。从国外运营商公布的 3 季报看,至少到 3 季度主要电信运营商的用户增长和业绩还没有受到危机的明显影响。但我们倾向于认为,这场席卷全球、愈演愈烈的危机也将对电信行业需求形成负面影响,只是程度较轻、时间相对滞后。电信运营商受业务增长不确定性增加、融资压力加大影响,可能会推迟部分资本开支计划,这将对全球通信设备行业 2009 年的需求构成负面影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国内通信设备公司的出口目前集中在东南亚、中东、非洲、南美、俄罗斯等新兴和发展中市场(华为已大规模突破西欧和加拿大市场)。由于金融、经济危机已经波及新兴市场国家，我们认为相关区域的通信设备需求增长在2009～2010年也会受到压制，将较前几年的快速增长明显放缓，这会降低国内公司的国际业务增速。对于市场忧虑的应收账款风险，我们认为坏账突然大幅增加的可能性较小，因绝大多数运营商都有稳定的经营现金净流入，他们可以通过推迟投资计划而非拖欠货款来应付金融危机可能带来的资金压力。

欧美市场是金融风暴中心，运营商和企业的通信网络投资很可能在2008年4季度开始同比下滑，这给欧美厂商以直接的冲击。由于北电、摩托等厂商在危机前已陷入经营困境，此次危机可谓雪上加霜，带来生存危机，这将影响下游客户的信心，增加中兴、华为开拓北美电信市场的机会。

表1　欧美主要通信设备企业3季度盈利状况

	北电	摩托	索爱	阿朗	诺西	爱立信
2008	－34.13亿美元	－3.97亿美元	－0.25亿欧元	－0.4亿欧元	－0.01亿欧元	28亿瑞典克朗
2007	0.27亿美元	0.6亿美元	2.67亿欧元	－3.45亿欧元	－1.2亿欧元	40亿瑞典克朗

注：诺西网络为营运利润(Operating Profit)数据

资料来源：中信建投证券研发部

盈利能力：成本压力缓解，但仍受限于激烈的价格竞争

2008年4季度以来，行业需求上升和制造成本压力缓解(原材料、运输和劳动力成本)对通信设备上市公司盈利能力改善将有明确推动力，但行业处于充分竞争状态，表现为定期性的产品招标价格下降和突然性的价格战爆发(如华为在电信一期CDMA网络设备招标中的超低价竞标)，这限制了行业的盈利能力尤其是毛利率改善空间。

在无线网络系统设备领域，我们认为2009年最可能爆发价格战的是联通WCDMA设备一期招标。因为该次招标与电信CDMA一期招标类似，具有市场份额重新洗牌意义。爱立信、华为、诺西等主要W厂商在全球市场增速放缓的情况下更会增加对联通W项目的争夺。TD和CDMA后续招标估计将是常规性的单价下降，出现大规模价格战的可能性很小。

系统设备上市公司中兴通讯因预期在联通WCDMA份额较低(我们估计在10%～15%)，将不是潜在价格战的主要冲击对象。

在光纤缆、光传输、无线覆盖、基站器件等细分行业中，我们预期09年也将主要是常规性的价格下降，因经济下行周期中，相关公司对利润率、现金流稳定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的关注可能更重于短期市场份额增加。

我们对行业 2009 年盈利能力变化的判断：①除 WCDMA 招标外，设备单价以常规性下降（如 15%左右）为主；②虽然是常规性降价，但销售规模扩大、制造成本下降可能难以抵消价格下降的影响，毛利率仍有可能下降；③规模效应将使销售、管理费用率趋下降，同时因持续降息财务费用率趋下降。④综合毛利率和费用率变化影响，行业净利润率将有所改善。

行业盈利预测及投资建议：谨慎乐观，增持

预测行业 10 家重点上市公司合计 2008、2009 年的收入同比增 25.5%、22.8%，归属母公司股东净利润同比增 38%、40%。2009 年动态估值已处于历史底部区域。

维持对行业“增持”评级，因行业需求景气上行和原材料成本下降助推业绩成长趋势明确，且 2009 年动态估值已处于相当安全水平，可部分抵御国际市场和价格竞争的投资风险。

行业投资风险：①超出预期的价格竞争强度，使业绩增长低于预期；②国际市场尤其是新兴市场经济危机加深，加大对相关出口公司国际业务增长和应收账款回收的负面影响。

重点上市公司

一、中兴通讯（000063）：依然是国内 3G 建设最重要的受益者，增持

虽然中兴在电信 CDMA 一期、移动 TD-SCDMA 二期招标中的份额低于预期，但各 25%左右的新增招标份额和略高于 30%的存量份额使公司保持国内第一位 CDMA、TD 供货商地位。

经过 2008 年招标后，电信 CDMA 设备供应商格局将至少在 2～3 年内相对平稳，按电信 800 亿元 C 网计划投资额、无线主设备占比 30%、中兴获约 30%无线主设备份额，公司 2～3 年内（包括 08 年 4 季度）将确认约 70 亿元 CDMA 无线主设备收入。

TD-SCDMA 市场，虽然中兴二期招标份额明显下降，但从政府部门强势推动 TD 标准发展、TD 发展的目标又是为推动国内自主创新发展来看，中兴、大唐、华为等国内企业主导中移动 TD 发展的格局不会根本改变，中兴必定将是中移动无线网络升级的主要受益者之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

联通 WCDMA 招标，预计中兴能获得 10%～15%无线主设备份额。虽然份额较低，但可能将是公司 WCDMA 设备第一次大规模应用于全球主要运营商之一的网络中，有利于开拓国际业务。

全球金融、经济危机波及新兴市场国家，使公司国际业务不确定性加大。我们判断，公司新兴市场业务增速放缓，但坏账大幅增加可能性较小；另一方面，危机对北电、摩托罗拉的打击，增加了公司打开北美市场的机会。

二、烽火通信(600498)：把握 3G 之外的 FTTx 机遇，增持

FTTx 机遇、高额现金储备适应宏观和行业周期需要、建立长效股权激励机制的努力，将支撑公司的基本面持续改善。预测 2008～2010 年 EPS 分别为 0.40、0.49、0.62 元，增持评级。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

计算机:行业机会在软件

2008年计算机硬件行业增长趋缓,软件行业继续高速增长

2008年我国硬件业发展趋缓,1～9月份实现收入11 050.9亿元,同比增长12.4%,增速比2007年同期回落10.1个百分点;软件业则继续保持着较快的发展势头,1～9月份实现收入5 764.7亿元,同比增长32.8%,增速比2007年同期高9.2个百分点。

2009年计算机行业困难和机遇并存

我们认为,影响计算机行业2009年发展的因素主要包括全球经济危机、国内扩大内需、国内信息化建设等因素。全球经济危机显然对计算机行业的影响是负面的,但是国内扩大内需和加快我国的信息化建设无疑会促进我国计算机行业、特别是软件行业的发展。

由于硬件行业受全球经济影响较大、行业竞争激烈,加上产业已经过了高速增长期,而软件行业主要面向国内市场,产业仍处于高速增长期,加上国家政策扶持和扩大内需的影响,2009年,硬件行业增速继续下降,软件行业继续快速增长。

我们认为,管理软件、嵌入式软件、软件外包、开源软件和网游软件等重点领域将推动软件产业的快速发展。

软件行业的重点上市公司

用友软件是我国企业管理软件领域的龙头企业,公司长期保持国内管理软件市场占有率第一名的地位,公司在产品、技术、服务等领域都处于国内先进水平,我们给予增持评级。

科大迅飞是我国语音处理软件的龙头企业,市场占有率达到70%,国内语音软件市场刚刚起步,还有广阔的发展空间,我们给出增持的评级。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008 年计算机硬件业发展趋缓，软件业继续快速发展

受全球经济增长放缓、产业结构调整、自然灾害等因素影响，2008 年我国硬件业发展趋缓，1～9 月份实现收入 11 050.9 亿元，同比增长 12.4%，增速比 2007 年同期回落 10.1 个百分点；软件业继续保持着较快的发展势头，1～9 月份实现收入 5 764.7 亿元，同比增长 32.8%，增速比 2007 年同期高 9.2 个百分点。

一、硬件业整体发展趋缓

2007 年 1～9 月份，微型计算机产量为 10 479.3 万部，同比增长 18%，增幅同比下降 16.7 个百分点。其中，高端产品保持着较快速的发展，笔记本计算机产量为 7 598.1 万部，同比增长 28.7%，占微型计算机比重已达到 72.5%；液晶显示器 9 724.2 万部，占显示器比重已超过 93%。

表 1　2008 年 1～9 月份硬件业主要产品产量完成情况

产品名称	单 位	1～9 月累计	2007 年同期	增减(%)
微型电子计算机	万部	10 479.3	8 882.6	18.0
其中：笔记本计算机	万部	7 598.1	5 905.5	28.7
服务器	万部	156.6	265.6	－41.0
显示器	万部	10 322.9	10 391.4	－0.7
其中：液晶显示器	万台	9 724.2	8 921.3	9.0
打印机	万部	3 011.0	3 153.7	－4.5

资料来源：工信部，中信建投证券研发部

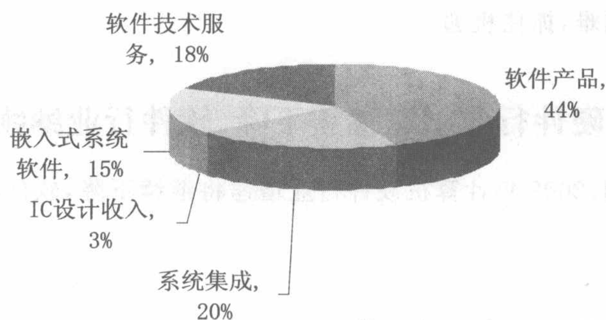
二、软件业继续快速发展

2008 年 1～9 月份，软件业继续保持良好的发展态势，实现收入 5 764.7 亿元，同比增长 32.8%，占整个电子信息产业的比重为 13.7%，同比提高 1.4 个百分点。

2009 年困难与机会并存

我们认为，影响计算机行业 2009 年发展的因素主要包括以下几个：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：工信部，中信建投证券研发部

图 1　2008 年 1～9 份月软件业收入构成情况图

一、全球经济危机

全球经济的放缓导致境外需求减少，会对计算机行业的增长速度产生影响，特别是出口依存度较高的硬件业。

根据 2008 年前 3 季度的数据，计算机产品出口增幅下降较多，进口增幅则变化不大。1～9 月份计算机产品出口为 1602.6 亿美元，同比增长 17.7%，增幅比 2007 年同期下降 12.6 个百分点，其中便携式计算机出口额达到 464.3 亿美元，同比增长 26.4%；计算机产品进口 728.5 亿美元，同比增长 17.56%，增幅比 2007 年同期下降 0.34 个百分点。

二、国内扩大内需

日前，国家出台扩大内需的十项措施，对扩大国内需求、保障民生、促进经济平稳增长具有很大的意义，扩大内需政策为计算机行业也提供了广阔的市场空间，特别是对具有自主知识产权的企业，会有更好的发展空间。工业和信息化部也表示将利用政策支持软件等行业的发展。

三、国内信息化建设

在党的十七大报告中，提出了“两化融合”、“五化并举”的战略思想。“两化融合”，即信息化与工业化融合；“五化并举”，即工业化、信息化、城镇化、市场化和国际化。国家把信息化建设摆在了非常重要的位置。

在经济不景气、企业出现困难的情况下，企业会更加重视如何提高效率、节约成本，加大企业信息化应用，这也为计算机行业提供了较好的市场机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

综上所述，我们认为 2009 年对于计算机行业是困难与机会并存，关键看我们如何克服困难，抓住机遇。

2009 年硬件行业增速继续下降，软件行业继续快速增长

我们预测，2009 年计算机硬件行业增速将继续下降，软件行业仍然保持快速增长。

一、硬件行业增速继续下降

我们认为，基于以下原因，2009 年硬件行业增速将继续下降。

(1)全球经济放缓影响：由于硬件行业出口依存度较高，受全球经济影响较大，全球经济放缓导致境外需求减少，影响硬件行业增速。

(2)行业竞争激烈：由于硬件行业市场增速趋缓，企业之间为了争夺市场份额，不得不通过压低价格来获得竞争优势，使得硬件行业毛利率更低。

(3)产业已经过了高速增长期：硬件行业已经处于较成熟的发展阶段，硬件大规模发展阶段已经过去，行业增速下降。

二、软件行业保持快速增长

我们认为，软件行业 2009 年仍将保持快速增长，主要原因有以下几点。

(1)受全球经济影响较小：软件行业主要面向国内市场，软件出口和外包行业虽然增速较快，但收入占整个软件行业收入比重较小。

(2)国家政策扶持：国家通过制定一系列政策，从制度上保证了软件行业的发展。主要包括党的十七大报告提出的“两化融合”、“五化并举”的指导方针；2007 年 3 月成立工业和信息化部，增设软件服务业司；6 月国务院发布的《国家知识产权战略纲要》；7 月国家颁布明确嵌入式软件将享受软件产品增值税优惠政策等等。

(3)产业处于高速增长期：软件行业仍然处于高速增长期，2007 年底国内软件产业规模达到 5 834 亿元，连续 5 年都是以每年超过 30％的速度在增长，2008 年 1～9 月份收入同比增长 32.8％。根据“十一五”专项规划，未来几年预计国内软件产业市场销售额以 30％左右的速度持续增长，2010 年突破万亿元大关。

(4)扩大内需的影响：国内扩大内需的政策为具有自主知识产权的软件企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业提供了广阔的市场空间，工信部也明确表示将利用政策促进软件产业发展。

软件行业的重点领域

我们认为，管理软件、软件外包、嵌入式软件、开源软件和网游软件等重点领域将推动软件产业的快速发展。

一、管理软件

管理软件市场包括财务管理软件、ERP 软件、CRM 软件等细分产品市场，管理软件在经过 2003～2005 年超过 20%的快速增长期后，目前呈稳定成熟的增长态势。2007 年我国管理软件市场规模总量达到 85 亿元，比 2006 年增长 19.1%，增长比率保持稳定。

管理软件可以使企业提高管理效率、降低运营成本，在经济放缓的情况下，企业更加重视提升效率、节约成本而加大对管理软件的需求度，我们预计，未来几年，管理软件市场仍将保持 20%左右的稳定增速。

二、软件外包

软件外包包括基础技术外包、业务流程服务外包、业务改造外包、应用管理和服务外包等，目前国内从事软件服务外包业务的软件企业已经超过 1 000 家，主要发包国家为日本、美国和欧洲。

2008 年 1～9 月份，我国软件外包服务收入 119 亿元，增速达到 82.8%。根据 IDC 预测，到 2012 年我国外包软件市场规模将达到 89.5 亿美元，5 年复合增长率达到 35.3%。

三、嵌入式软件

我国作为制造业大国，为嵌入式软件的发展提供巨大的需求市场和广阔的发展空间。2007 年我国嵌入式软件产业规模已超过 1 215 亿元，年增长率超过 30%。根据赛迪顾问的预测，到 2011 年，中国嵌入式软件的产业规模有望达到 4 650 亿元。

四、开源软件

开源软件是指程序的提供者必须提供程序的源代码，并且允许修改代码和再发布。开源软件在实际操作中通常不收费，可以通过提供相关服务来收费。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

开源软件可以节约信息化成本，推动国内软件平台的多元化。

五、网游软件

根据软件行业协会的统计数据，我国网游用户2007年已达到4 017万户，网游市场总体规模达到105.7亿元。国内网游软件的快速发展，吸引了越来越多的国际资本的目光，国内网游企业已纷纷在海外市场成功上市，如盛大、巨人、网龙、九城、完美时空等。

软件行业的重点上市公司

软件行业上市公司中，我们比较看重自主创新能力比较强的企业。我们重点介绍用友软件和科大迅飞。

一、用友软件

用友软件是我国企业管理软件行业的龙头企业。

最近几年我国管理软件市场以20%左右的速度增长。目前，我国管理软件的市场渗透率只有30%左右，还有很大的市场空间等待企业去占领。特别是目前我国处于经济转型期间，以前那种粗放式的经营已经不适应当前的市场环境，企业迫切需要通过提高管理水平来提升企业的竞争实力，对管理软件的需求会保持高速增长。我们认为我国的管理软件市场仍然会保持20%左右的速度高速增长。

用友软件在我国管理软件领域拥有绝对的竞争优势，公司连续6年荣获国内管理软件市场占有率第一名，公司在产品的开发、咨询、实施、培训和服务等领域都处于国内先进水平。

我们认为用友软件通过加强管理，降低费用比例，公司有可能保持净利润50%左右的增长速度。我们预测用友软件2008年的每股收益为0.50元，2009年每股收益为0.75元，2010年每股收益为1.00元，我们给出增持的评级。

二、科大迅飞

科大迅飞是难得的平台软件厂商，公司的语音处理软件可以用在电信、金融等行业的语音服务系统，可以应用在各种消费电子类产品中，可以应用在教具中，可以应用在普通话和英语的评测和教学中。还有很多领域都可以应用这种语音处理软件。

我国的语音软件市场还处于刚刚起步的阶段，目前行业应用还只是在电信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和金融领域，产品应用业刚刚开始，目前还没有出口到国外市场，但是科大迅飞拥有这样的技术实力。科大迅飞在多次国际语音技术竞赛中获得第一名，技术实力处于国际领先水平。目前的市场份额达到国内市场的70%。

我们认为科大迅飞在语音软件市场具有非常广阔的发展空间。

我们预测科大迅飞的2008年每股收益为0.70元，2009年的每股收益为0.98元，2010年的每股收益为1.4元，我们给出增持评级，建议长期持有。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

电子元器件:调整周期中寻求发展

全球电子制造业进入长调整周期

目前,一些著名的跨国企业业绩出现下滑,昭示电子制造业已经进入一个下行周期。经过对美国硅片出货量等数据分析,我们认为电子制造业的下行自2007年中期就已经显现。其平滑下行的走势显示这是一个较长调整周期。金融危机对实体经济的影响,加快了行业下行的速度。2009年电子终端产品的预期普遍不乐观。将影响电子元器件制造业的营收水平。

预计2009年行业整体利润下降,给予"中性"评级

海外经济疲软和国内宏观调控,使我国电子元器件制造业在2008年明显感受到压力。统计样本内的38家电子元器件公司前3季度出现了净利润同比下降的局面。预计行业2008年收入有所增长,但是净利润会下降。综合国内外的经济形势,我们认为2009年行业整体利润继续下降,给予行业中性评级。

关注"政策"导向对行业的作用

目前,政策导向对于行业发展的影响值得我们关注。首先,"国十条"中第六条提到"加快自主创新和结构调整。支持高技术产业化建设和产业技术进步,支持服务业发展"。工信部相应地出台了落实中央扩大内需促进经济增长的十大举措。其长期影响值得我们关注。

关注个股

建议关注两类企业:一类是当前产品结构比较有层次的公司;第二类是2008年年底或2009年年初有新产品投产的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全球电子制造业进入长调整周期

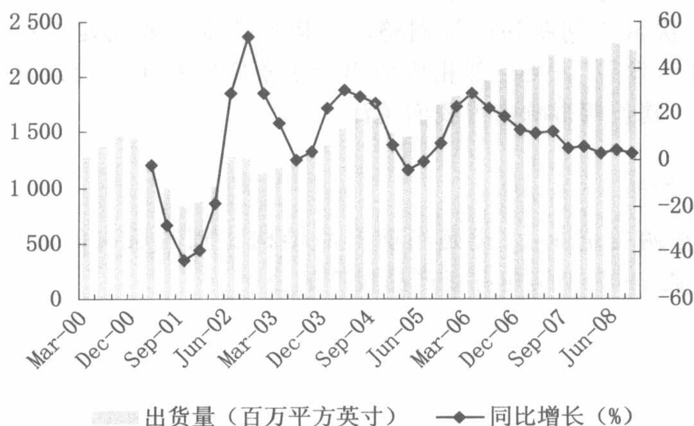
一、2008 年全球半导体收入低于预期，第 4 季度下降快

根据 SIA 的调查，2008 年全球半导体销售收入为 2 612 亿美元，比 2007 年的 2 556 亿美元增加了 2.2%。前 3 季度基本保持平稳增长，但是作为传统旺季的第四季度将表现不佳，反而比第 3 季度下降 5.9%。这说明从下半年起集中爆发的美国金融危机对实体经济的影响传导非常迅速，显著抑制了美国企业和个人消费者的电子产品需求。

二、此轮调整始于 2007 年中期

进一步对美国硅片出货量、电子元件订单和半导体设备订单的分析表明，对美国电子元器件的需求从 2007 年中期起即已逐步放缓。美国电子产品从那时或更早时间起，已经逐步进入一个长周期的下行区间。

从 2007 年中期起，美国硅片出货量和美国电子元件（electronic components）订单增长趋缓。如图 1 所示，这段时期内，绝大多数月份硅片出货量增长率低于 5%。



资料来源：中信建投证券研发部

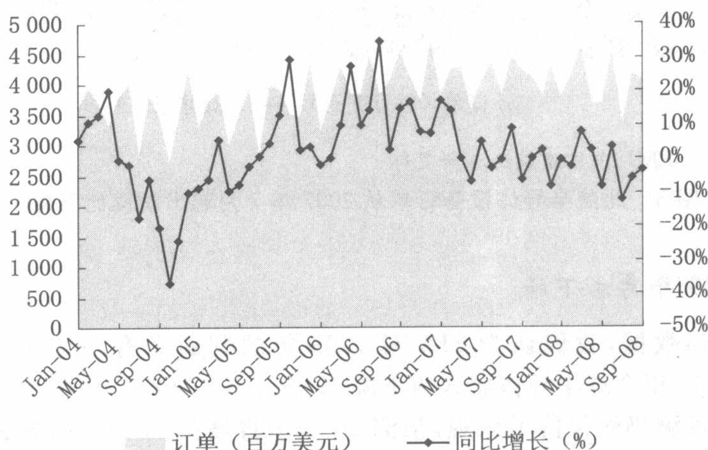
图 1　2007 年中期起美国硅片季度出货量增长率基本低于 5%

如图 2 所示，电子元件订单从 2007 年中期起，增长率则在零增长附近区域

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

震荡。

硅片和电子元件相类似的走势显示，2000 年的互联网泡沫破灭，造成了电子产品需求的急剧下降，此后又有明显回升，但是在需求和供给的交错匹配中，增长率呈现较大幅度的波动走势。从 2007 年中期起，大幅波动的局面消失，市场增长率进入一个相对稳定的缓慢下行或零值附近的窄幅震荡区间。显示供给趋于平衡，但是下游需求增长乏力。



资料来源：中信建投证券研发部

图 2　2007 年中期起美国电子元件订单在零增长附近震荡

半导体设备的供需走势也与上述产品相符。美国半导体设备 BB(Book to Bill Ratio，接单出货比)值从 2007 年 2 月起就一直低于 1。

图 3 表明，美国半导体设备的订单从 2007 年 7 月开始变为负增长，并且绝对值逐步加大。

综合上述数据，我们对北美半导体及电子元件市场的判断是，自 2007 年中期就已经进入一个长调整周期。这个周期的特点有以下几点。

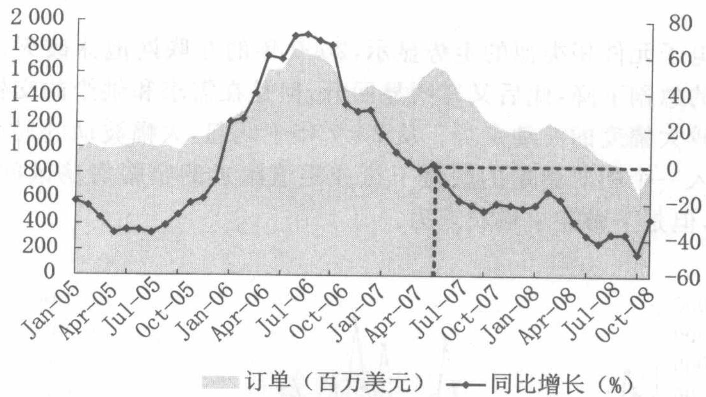
(1)周期表现较为平滑，并没有剧烈的波动。

(2)周期跨度加大，是一个长周期。

(3)金融危机带来的全球经济下滑将加大这个周期中调整的深度和持续的长度。消费者信心和信用危机对消费带来了很大的负面影响。

(4)这个长周期的调整有技术、应用、宏观经济环境等多方面深层次的原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：SEMI，中信建投证券研发部

图 3　北美半导体设备订单从 2007 年 7 月起出现同比下降

三、2009 年需求下降

根据上述数据，我们认为 SIA 对 2009 年的判断是有一定事实基础的。SIA 认为 2009 年全球半导体收入将下降 5.6%，为 2 467 亿美元。但 SIA 对于之后 2 年的预测仍然保持了乐观，预测 2010 年将增长 7.4%，达到 2 649 亿美元；2011 年增长 7.5%，达到 2 847 亿美元。但是身处这样一个长调整周期，要在 2010、2011 年实现上述水平的增长是有相当难度的。

金融危机导致的实体经济下滑，无疑对于电子产品需求的下降起到了较强的助推作用，从而 2009 年导致多数电子产品增长乏力。

SIA 部分综合了 iSuppli 和 Deutsche Bank Securities 的判断，对 2009 年半导体下游产业的组成和状况预测如表 1 所示。该预测相对悲观，认为 2009 年计算机出货量将下降 5%，手机出货量将下降 6.4%。

表 1　SIA 预测 2009 年半导体需求行业构成和增长率

行业	2009 年需求占比(%)	代表产品	2009 年出货量增长率
计算机	39%	PC	−5%
消费电子	21%	PMP/MP3	+8%
		数码相机	+7%
手机	19%	手机	−6.4%
工业/军事	8%		
汽车	7%		
无线通信	6%		

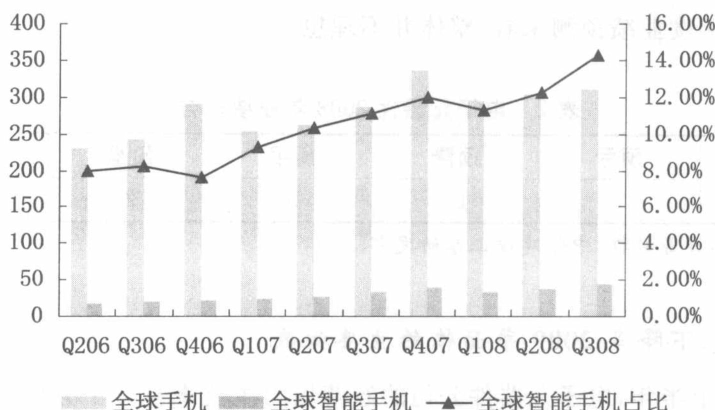
资料来源：SIA、iSuppli、Deutsche Bank Securities Inc.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四、并非全面长期陷入衰退

SIA在预测中说到：尽管短期面临挑战，但长期依然乐观。这并非仅仅是自我安慰或是提振市场信心。虽然各市场预测机构与行业公司对2009年PC台式机、手机等市场出现下降的看法比较一致，并不意味着全部电子产品市场将出现下滑，也不意味着信息技术所带来的技术进步和应用创新就此画上句号。电子信息产业中，仍有众多的新技术、新理念不断得到应用。

智能手机逐渐成为集通信、计算和消费电子于一身的载体，具有良好的发展前景。



资料来源：Nokia，中信建投证券研发部

图4　全球智能手机销售占比不断提高

此外，笔记本计算机到目前为止保持了比较好的增势。DisplaySearch发布的最新研究报告认为，受益于对台式机的取代及迷你型笔记本电脑的大受欢迎，2008年笔记本计算机出货量将达到1.53亿台。根据DisplaySearch调查数据，笔记本计算机2008年第3季度出货量环比增长23%，同比增长38%；估计第4季度的增长情况仍然相对良好。

五、SIA给政府献策

在SIA的报告中，少见地提及了对国会和管理部门的建议，包括①增加流动性；②重建实体和个人资本；③加强科技、绿色能源和宽带相关的体系建设，包括科研机构、基金、管理部门、政策建设及鼓励创新等。与我国的发展策略颇有几分相似。在各国的努力下，全球电子制造业或许能加快走出低谷期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2009年国内电子元器件行业景气下降，关注政策影响

国内电子制造业基本经历了两个阶段：上半年主要面临成本压力，使得行业整体出现明显的增收不增利的现象；下半年需求下行的影响逐步显现。行业下行趋势明显。

通过对样本集内38家上市公司业绩分析，得到上述公司前3季度的营业收入同比增长为14.87%，净利润同比则下降了9.28%。其中个别公司，如生益科技、华微电子等由于基数较大，对整个统计的影响比较大。整体毛利率继续下滑，降至19.48%，低于上半年的20.24%。

从前三季度的表现来看，电子元器件公司的业绩下滑趋势仍在持续。从各公司公布的年度业绩预测来看，整体并不理想。

表2　电子元器件2008年业绩预告

预告	预亏	预降	预平	预盈	预增
数量	7	10	3	2	12

资料来源：聚源数据，中信建投证券研发部

一、需求下降是2009年面临的主要挑战

2008年上半年，电子元器件公司的经营压力主要来自五个方面：①原材料成本上升；②劳动力成本上升；③国家重新认定高新技术企业，所得税率暂时有所提高；④人民币升值；⑤电子元器件企业向下游转嫁成本的能力较差。

但是下游电子产品生产和出口数据显示，电子元器件行业面临的压力在增加。据工信部统计数据，2008年前3季度，我国多数电子产品生产增速有所回落。1～9月份全行业生产手机42 707.7万部，同比增长7.9%，比上年同期(25.4%)下降17.5个百分点；微型计算机10 479.3万部，同比增长18%，增幅同比下降16.7个百分点；集成电路319.9亿块，同比增长5.9%，增幅同比下降9.9个百分点。传统电子产品进一步萎缩，增幅呈现负增长。

电子产品的进出口也低于全国外贸增幅。1～9月份，电子信息产品进出口总额6 719.2亿美元，同比增长18.2%。其中，出口3 898亿美元，同比增长21.7%，增幅比上年同期回落4.5个百分点，低于同期全国外贸出口增幅0.6个百分点。

综合国内外电子制造业的数据，2009年电子元器件行业所面临的情况将与2008年有所不同，其中原材料价格、劳动力成本、人民币升值等在2008年困扰电子元器件的因素将大为减弱乃至消失。对于高新技术企业认定，国家已经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公布了第一批名单。2009 年，部分电子元器件公司有望重新获得高新技术企业资格，从而享受优惠税率，对业绩有利。其他部分公司则因为在 2008 年已经开始按 25%税率计算所得税，因而 2009 税率变化对业绩的影响将不存在。排除上述因素后，电子元器件在 2009 年面临的最大挑战就是需求的下降带来的行业景气度下降。



资料来源：CEIC，中信建投证券研发部

图 5　我国手机月度产量变化

同时需要指出的是，和全球行业形势相同，国内行业景气度下降并不意味着全面衰退。例如，2008 年 1～8 月份我国生产笔记本计算机 6 603.4 万台，同比增长 31.3%，占计算机机产量的比重为 72.3%，增速同比提高 5.6 个百分点。

二、关注政策导向

目前，政策导向对于行业发展的影响尚难不明确，但是值得我们关注。首先，“国十条”中第六条提到“加快自主创新和结构调整。支持高技术产业化建设和产业技术进步，支持服务业发展”。工信部相应地出台了落实中央扩大内需促进经济增长的十大举措。其中，与电子元器件关系密切的有：

“六、大力推进信息化和工业化融合。组织实施信息化和工业化融合专项以及工业行业信息化应用提升专项，推进产品、研发设计、企业管理、生产过程、生产装备、综合集成、流通等关键环节信息化。加强重点行业和领域的信息技术推广应用，推动信息技术在传统工业领域的渗透与融合，以汽车电子、机床电子、医疗电子等领域为重点，加快应用电子产业发展。大力实施‘倍增计划’，做好信息技术应用试点和示范工作。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

七、继续推动TD-SCDMA研发和产业化工作。"

政策导向只有转化为实实在在的举措，才能带动产业的发展，并且只有上下游产业都逐步复苏后，电子元器件这个作为中间环节的行业才能走出低谷。但是政策能使电子行业的投资加大，这在目前已经开始逐步显现。

投资较大的平板显示的上游产业，一直是众多国内企业想进入但是又缺乏资金能力的产业链环节。在当前的大环境下，国内企业有望在这方面取得一些突破。科技部官员公开表示，我国平板显示领域无论是等离子还是液晶都面临国外品牌的巨大挑战，科技部将坚定不移地重点支持。长虹的等离子显示屏项目、京东方的LCD 6代线项目，分别得到了国开行和地方政府的支持。虽然上述投资的效果还有待验证，但是向产业链上游延伸是国内平板显示业无法回避的一环。

行业评级"中性"，关注个股

宏观经济疲软带来消费下降及信心缺乏，从而导致国内外需求下降，这成为2009年影响电子元器件及其下游行业的主要因素。我们对行业的评级仍然是"中性"。但同时也强调关注国内外政府采取的积极救市措施。

建议关注两类企业：一类是当前产品结构比较有层次的公司；第二类是2008年年底或2009年年初有新产品投产的公司。

一、拓邦电子(002139)：产品线富有层次性

拓邦电子是设计生产电子智能控制产品的民营企业。电磁炉、微波炉、洗碗机等产品控制器、汽车用HID安定器的产销量在国内居于前列。公司以销定产，具有多品种、小批量的定制型柔性生产特点。产品当中既有保持平稳的基础性业务—传统家电控制器，又有快速增长的HID安定器、小电器控制器、开关电源类产品控制器等业务，还有处于研发和推广关键期的高效电机产品。产品结构层次分明。

总的来看，公司2008年前3季度经营状况正常，暂时没有明显感受到经济大环境变化所带来的影响。这与公司的产品应用领域分布较广有关系。预计公司2008～2010年的EPS分别为0.42元、0.63元、0.85元，目标价格为9.5元，投资评级为"增持"。

二、歌尔声学(002241)：处于上升期的声学器件制造商

歌尔声学的主要产品是微型电声元器件和消费类电声产品，主要应用于移

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动通讯设备及其周边产品、笔记本电脑、个人数码产品和汽车电子等领域，主要客户包括国际知名的终端产品制造企业和渠道客户。

公司前三季度业绩实现高增长，营业收入同比增长 91.64%；净利润同比增长 72.55%。毛利率为 28.78%，虽较上半年 28.97%的毛利率水平有所回落，但是属于正常波动范围。2008 年全球手机生产和销售的增长速度下滑。应该看到，歌尔声学的业绩并非与手机行业销售额同步增长，公司仍然处于客户和市场的开拓期，具有市场份额上升潜力。2007 年我国和印度的手机渗透率分别只有 41.6%和 20%，远低于发达国家的水平。

我们预计 2008～2010 年，公司的营业收入为 11.73 亿元、17.92 亿元和 22.81 亿元，EPS 分别为 1.13 元、1.61 元、2.12 元。投资评级为“增持”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

传媒:2009 年抓住两条投资主线

2008 年行业表现不尽如人意　2009 年业绩有望增长 20%

2008 年全球性的经济衰退给众多行业造成较大冲击,作为靠近下游消费的传媒行业,表现也不尽如人意。我们判断,虽然 2009 年宏观经济下行仍会对行业产生负面影响,但部分不利因素已逐步被消化,行业有望获得 20%左右的利润增长。

投资评价和建议

由于 2008 年以来市场整体估值水平大幅下移,与目前市场不到 16 倍的估值水平相比,行业估值并无优势。但由于传媒行业与目前影响国际、国内经济形势的主要负面因素,包括出口下降、汇率变动、全球金融危机等均为弱相关,且目前的看电视、读报纸等的消费支出在居民总支出中绝对值和相对值均非常低,未来增长空间巨大。传媒行业是典型的不受经济周期影响的抗周期类行业,和拥有巨大增长空间的行业,理应享受一定的估值溢价。综合两方面因素考虑,我们继续维持对传媒行业"中性"评级,且认为无论是对 A 股还是对传媒类上市公司大规模投资的时机仍未到来,目前等待也许是最好的投资策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

传媒行业结构分析

传媒行业具体可分为平面媒体、广电媒体、新媒体三大类，广告可单独算做一类（与其他三类存在交叉）。其中，平面媒体、广电媒体、新媒体的市场份额分别为47%、19%、27%。

据数据统计，2007年中国传媒产业总产值为4,811亿元，同比增长13.6%，保持了略高于GDP增长的速度。其中，图书出版业仍是产值规模最大的门类，已连续3年产值规模超过1 100亿元。传媒行业内部产值结构正在发生快速变化，在传统传媒行业中，除有线电视收视费一项外，其他门类占比均呈下降趋势，如图书出版、电视广告、报纸发行等降幅较大，而新媒体业务则呈快速上升态势，其占比已经达到27%，为我国传媒产业规模的迅速扩张提供了强大的动力。

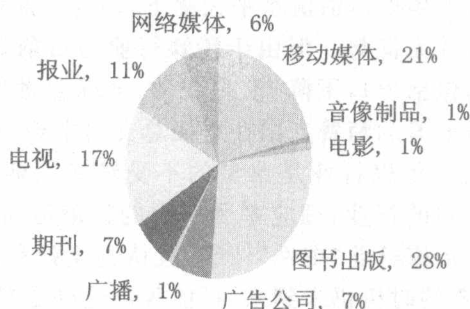


图1 2007年中国传媒产业细分市场结构

总体来看上，平面媒体增长开始趋缓，新媒体增速最快，相比之下，电视媒体，尤其是有线电视目前正处于模拟电视向数字电视整转的关键时期，具有较好的发展前景。

报纸发行将维持稳定增长

2007年全国共出版报纸1 938种，与2006年持平；平均期印数20 545.37万份，同比增长4.27%；定价总金额306.56亿元，同比增长11.0%。

其中，全国性报纸221种，占报纸总品种11.4%，平均期印数3 076.09万份，平均期印数下降5.14%；省级报纸816种，占报纸总品种42.11%，平均期印数11 855.85万份，平均期印数增长2.57%；综合报纸809种，占报纸总品种41.74%，平均期印数9 125.91万份，平均期印数增长3.91%；专业报纸1 129种，占报纸总品种58.26%，平均期印数11 419.46万份，平均期印数增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长4.56%。

近年来，我国报纸发行业一直保持着较为稳定的增长速度，其主要原因在于一方面相对于国际发达国家，我国报纸发行业仍处于开放度不断提升的发展阶段，随着新闻自由度的不断提高，我国报纸发行业也取得了不错的增长；另一方面，面对广电媒体和新媒体的强势竞争，报纸先天性的弱点（可视性较差、传播载体单一等）决定了其在竞争中的弱势地位，进而也决定了报纸发行业的增长速度不会太快。

根据2005年的统计数据，全球人均报纸拥有量为96份/千人，其中日本最高为415份/千人，美国为180份/千人，而中国仅为77份/千人；2005年我国报纸的广告收入为（报纸的主要收入来源）256亿元，低于日本的709亿元，远低于美国的3 556亿元。从以上数据可以看出，我国报业仍有较大的提升空间。虽然数字媒体、电视媒体、移动媒体在不断压缩报纸的生存空间，但传媒业的快速发展仍给报业发展带来不错的机会（我国传媒业整体仍处于较低的发展阶段），加之报业在可信度和权威性方面具备较大优势，预计未来2～3年内报业仍将保持持续稳定增长。我们认为，由于政府鼓励有实力的报业集团进行跨地区、跨行业、跨部门的并购，未来的投资机会将集中在并购重组上，例如，正在进行的上海报业整合（文新集团和解放报业集团）就有望减少恶性竞争，提高广告刊例价格，从而改善报业的竞争环境，其报业整合平台新华传媒将从中受益。

表1　报业重点上市公司

	评级	股价(11/17)	07EPS	08E(EPS)	09E(EPS)	10E(EPS)
新华传媒	增持	11.86	0.12	0.46	0.52	0.63
博瑞传播	增持	12.14	0.37	0.56	0.68	0.84
粤传媒	中性	5.19	0.35	0.02	0.10	0.20
华闻传媒	中性	3.39	0.10	0.14	0.16	0.20

资料来源：中信建投证券研发部

图书出版将增长缓慢

2007年全国共出版图书248 283种，同比增长6.12%。新版图书136 226种，同比增长4.58%；重版、重印图书112 057种，同比增长8.05%；出版图书定价总金额676.72亿元，同比增长4.25%。

其中，出版书籍192 912种（初版116 443种，重版、重印76 469种），同比增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长6.59%(初版增长3.84%，重版、重印增长11.08%)；定价总金额420.18亿元(包括附录定价总金额4.23亿元)，定价总金额增长7.91%；出版课本53,997种(初版18 829种，重版、重印35,168种)，同比种数增长3.99%(初版增长8.50%，重版、重印增长1.73%)，定价总金额254.15亿元，定价总金额下降1.58%。出版图片1,374种(初版954种，重版、重印420种)，同比种数增长28.77%(初版增长23.10%，重版、重印增长43.84%)，定价总金额2.39亿元，定价总金额增长57.63%。

根据2005年的统计数据，中国的图书产业销售额为1 230亿元，低于美国的2,187亿元，高于日本的657亿元，处于中间水平。但从人均消费额来看，中国仅为94元/人，大大低于美国的739元/人和日本的516元/人，其存在较大差距的主要原因在于：一方面，中国的人均收入水平大大低于美国和日本；另一方面，中国居民的整体受教育程度落后与美国、日本等发达国家。随着中国经济的快速发展，无论在人均收入还是在受教育程度上，与发达国家的差距在不断缩小，这种差距的缩小将给我国图书业发展带来机遇。

随着居民图书消费习惯的转变，纸质图书市场不断受到电子图书、网络图书等新媒体的挤压，加之政府对教材实施限价、教材循环使用等不利因素进一步压缩了图书业的利润空间，我国图书业的发展前景不容乐观，我们预计，未来2~3年内，图书业将仍维持低速增长，并不排除收入出现下滑的可能。

就目前的上市公司来看，仅有出版传媒(辽宁出版集团)和时代传媒(安徽出版集团)两家属于图书出版类上市公司(新华传媒也有图书业务，但占比很小)。由于受行业发展的制约，其收入均将维持10%作用的自然增长率，投资机会将集中在公司的跨区域、跨媒体整合上。另外需要指出的是，时代传媒在估值上较出版传媒有一定优势(时代传媒和出版传媒2009年动态PE分别为12倍、25倍)，具备投资价值。

表2 图书出版类重点上市公司

	评级	股价(11/17)	07EPS	08E(EPS)	09E(EPS)	10E(EPS)
出版传媒	中性	5.86	0.19	0.18	0.22	0.28
时代传媒	增持	13.92	0.07	0.14	1.18	1.32

注：时代传媒的图书业务收入在09年开始全部合并报表，盈利水平将出现大幅提升

资料来源：中信建投证券研发部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

广电行业:中长期增长态势良好

截至2007年底,全国有线电视用户达到1.53亿户,较2006年增长了9.5%;有53个地市启动了数字化整转,31个城市完成整转,有线数字电视用户达到2,686.05万户,同比增长112%,转换率达17.58%;付费节目用户数到达175.39万户,同比增长1.37%,增速明显放缓(2007年同期为36.83%)。

2007年有线电视网络产业收入稳步增长,有线电视网络总收入达306.71亿元,较2006年增长21.95%,其中收视费收入212.20亿元,同比增长15.61%,付费数字电视收入8.34亿元,同比增长59.31%。有线电视ARPU值稳步提升至11.54元/月,较2006年的10.93元/月上升了0.61元;付费电视在用户增速明显放缓的前提下,收入仍保持高速增长,其ARPU值大幅升至39.63元/月,较2006年的25.19元/月上升了14.44元。

进入2008年,有线电视行业仍保持着不错的增长势头,数字整转工作已经在全国铺开,数字整转也带动了有线收视费收入和付费收入的快速增长。然而,困扰行业发展的不利因素依然存在,主要表现在以下几点。

(1)行业市场化程度不高,面对电信运营商的强势竞争,市场化意识有待加强。

(2)数字整转多采用免费赠送机顶盒的平移方式,这对于原本就不宽裕的有线运营商(相对于电信运营商而言)形成较大资金压力,而且高额的摊销费用将压制企业盈利能力的进一步提升。

(3)北京、上海虽已经启动了数字整转,但由于提价存在多方面阻力(北京收视费为18元/月、上海为13元/月),整转积极性受到一定打击。

(4)付费用户数增长明显趋缓,而且用户仍未形成规模,我们认为付费节目质量不高是其业务发展的主要瓶颈。

虽然我国有线电视行业发展遇到了不小的阻力,但我们仍然十分看好该行业的发展前景,并认为行业未来将在以下几方面实行突破。

(1)市场化程度提升:无论是行业主管部门还是有线运营商自身均存在市场化意识薄弱的问题,我们认为在与电信运营商的激烈竞争中,有线运营商的市场化意识将不断得到加强。

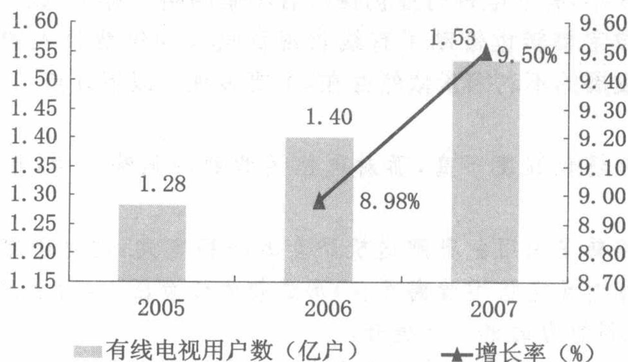
(2)收视费收入提高:数字整转将带来ARPU值的迅速提升(多数整转地市数字电视收视费高于模拟电视),而且数字整转将带来缴费率提高(数字电视可以有效杜绝黑户现象);

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(3)副终端需求被激发：在数字整转的过程中，副终端的需求将被激发出来，由于副终端多为用户自行购买机顶盒，不仅可以增加机顶盒销售收入，而且可以拉高整体的毛利率水平(没有机顶盒摊销成本)。

(4)付费频道前景可期待：国内付费用户为175.39万户，渗透率仅为6.5%(付费用户/数字用户)，处于较低水平。未来随着数字电视用户的快速增长和付费节目质量的提高(一旦国内数字电视用户形成规模，必将激发节目制作商的投入热情，而且单位用户的收视费也有望较大下降)，付费频道将成长新的利润增长点。

目前A股上市的有线电视运营商包括歌华有线、广电网络、天威视讯、中信国安(拥有部分地市的有线电视运营公司股权)等，其中广电网络和天威视讯均已实现了收视费提价，而且其付费频道、增值业务有着不错的发展前景，一旦适合中国国情的盈利模式形成，公司盈利能力将大幅提升，建议投资者关注。



资料来源：广电蓝皮书，中信建投证券研发部

图2 全国有线电视用户增长情况

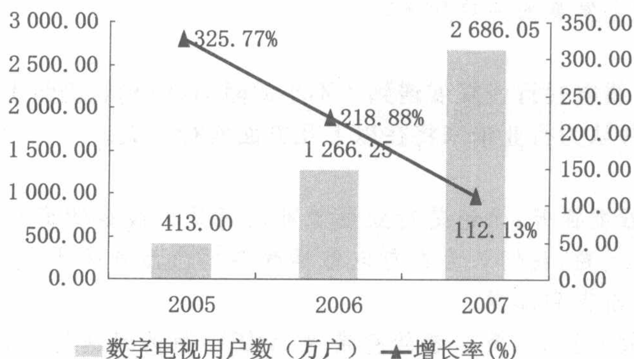


图3 全国数字电视用户增长情况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

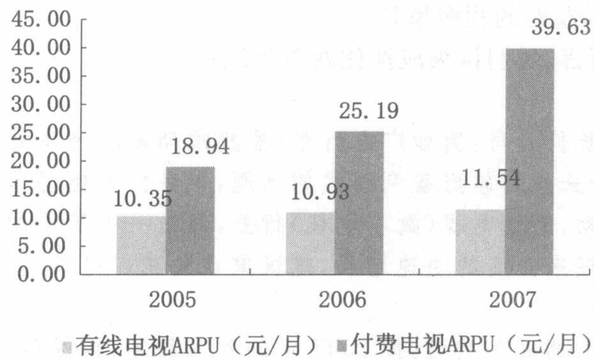


图 4　有线电视和付费电视 ARPU 值比较

表 3　广电类重点上市公司

	评级	股价(11/17)	07EPS	08E(EPS)	09E(EPS)	10E(EPS)
广电网络	增持	6.80	0.12	0.17	0.31	0.43
歌华有线	中性	9.23	0.35	0.21	0.29	0.43
中信国安	中性	6.90	0.21	0.27	0.36	0.49
天威视讯	——	11.16	0.27	0.28	0.37	0.49

资料来源：中信建投证券研发部

2008 年行业表现不尽如人意　2009 年业绩有望增长 20%

2008 年全球性的经济衰退给众多行业造成较大冲击，作为靠近下游消费的传媒行业，表现也不尽如人意，预计全年的净利润增长仅为 10.11%。其利润增长缓慢主要原因在于：①灾害性事件、宏观经济放缓对行业增长造成冲击；②部分并购重组企业业绩增长低于预期(如北京巴士、广电网络)；③股市低迷，致使部分企业投资收益大幅缩水(如东方明珠、粤传媒)。

近期刚刚结束的央视广告招标会为 2009 年的传媒行业开了个好头，中标金额创出新高，达到 92.56 亿元，较 2007 年同期上升了 18%左右，增长相当强劲(增速与 2007 年同期持平)，纳爱斯、三元、李宁、美的等消费类公司表现抢眼，淘宝、搜狐等网络公司也榜上有名，这表明经济下行风险并没有对企业的广告投入热情产生较大影响。我们判断，虽然 2009 年宏观经济下行仍会对行业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产生负面影响（如对广告业会形成较大冲击），但部分不利因素已逐步被消化，行业有望获得20%左右的利润增长。

就个股投资而言，我们认为应抓住两条主线：

（1）关注高成长性公司：例如广电行业，虽然短期面临资本开支上升、数字电视和付费频道仍未找到较好盈利模式的问题，但我们依然坚信，由于产业升级、消费升级的推动，有线电视（数字电视）行业，经过一个阶段的艰难时期（预计2～3年），必将迎来业绩的快速增长，建议重点关注广电网络、天威视讯，中长期关注歌华有线。

（2）关注行业内的并购重组：按2007年的收入测算，传媒类上市公司的规模仅占国内传媒产业的3.7%，提升空间十分巨大。由于政策支持，2008年有不少企业通过IPO或其他行业公司的主业转型进入到传媒行业，其中也不乏较好的投资品种。例如年初登陆A股的有线运营商天威视讯，近期完成借壳上市的时代传媒（安徽出版集团借壳），即将上市的奥飞股份等。进入2009年，行业仍将处于资本运作的高发期。在IPO方面，以江苏有线为代表的有线运营商、以中影、华谊、上影为首的影视公司，另外还有大批的报业和出版业集团，均有登陆A股的计划；在并购重组方面，东方明珠、天威视讯有意进一步扩张其有线网络资源，新华传媒有望在上海平面媒体的整合中获益（即解放报业集团和文新集团的整合），博瑞传播则将继续实施其跨媒体扩张战略。建议重点关注新华传媒、天威视讯、东方明珠等有并购和资产注入题材的上市公司。

投资评价和建议

按我们预测，传媒行业上市公司2008年和2009年PE分别32倍和27倍，2010年PE则下降到19倍。由于08年以来市场整体估值水平大幅下移，与目前市场不到16倍（按2008年3季度业绩测算）的估值水平相比，传媒行业上市公司的估值并无优势。但由于传媒行业与目前影响国际、国内经济形势的主要负面因素，包括出口下降、汇率变动、全球金融危机等均为弱相关，且目前的看电视、读报纸等的消费支出在居民总支出中绝对值和相对值均非常低，未来增长空间巨大。因此传媒行业是典型的不受经济周期影响的抗周期类行业，和拥有巨大增长空间的行业，理应享受一定的估值溢价。历史上传媒类上市公司的估值也一贯很高，目前其估值水平已经进入低估值区间。综合两方面因素考虑，我们继续维持对传媒行业“中性”评级，且认为无论是对A股还是对传媒类上市公司大规模投资的时机仍未到来，目前等待也许是最好的投资策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4　传媒行业上市公司估值和评级情况

股票代码	股票名称	EPS(元)				11.17 日收盘价	PE				评级
		07	08E	09E	10E		07	08E	09E	10E	
000504	赛迪传媒	0.01	0.02	0.03	0.04	3.46	346	173	115	87	减持
000793	华闻传媒	0.1	0.14	0.16	0.20	3.39	34	24	21	17	中性
000839	中信国安	0.21	0.27	0.36	0.49	6.21	30	23	17	13	中性
000917	电广传媒	0.27	0.28	0.34	0.40	11.10	41	40	33	28	中性
002181	粤传媒	0.35	0.02	0.10	0.20	5.19	14	260	52	26	中性
002238	天威视讯	0.27	0.28	0.37	0.49	11.16	41	40	30	23	——
600037	歌华有线	0.35	0.32	0.29	0.32	9.23	26	29	32	29	中性
600088	中视传媒	0.23	0.21	0.29	0.43	8.10	35	39	28	19	中性
600386	北京巴士	0.12	0.16	0.22	0.31	7.25	60	45	33	23	中性
600825	新华传媒	0.12	0.46	0.52	0.63	11.86	99	26	23	19	增持
600831	广电网络	0.12	0.17	0.31	0.43	6.80	57	40	22	16	增持
600832	东方明珠	0.20	0.16	0.20	0.36	7.00	35	44	35	19	中性
600880	博瑞传播	0.37	0.56	0.68	0.84	12.14	33	22	18	14	增持
601999	出版传媒	0.19	0.18	0.22	0.28	5.86	31	33	27	21	中性
	加权平均						35	32	27	19	

资料来源：中信建投证券研发部

风险提示

(1)传媒行业整体估值仍高于市场均值，不排除估值继续下行的可能。

(2)不排除 2009 年我国经济继续下行，导致行业整体收入增速放缓的可能。

(3)目前部分城市数字电视收视费提价受阻，不排除有线电视行业公益化趋势加重的可能。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家用电器:2009年行业增速放缓

累计产量两极分化

2008年1～10月份,空调产量同比下降0.5%,出现了近年少有的负增长;冰箱产量增速虽继续放缓至3.5%,但已经出现企稳迹象。除空调和冰箱表现不佳外,1～10月份,洗衣机和彩电产量均保持较高增长,洗衣机同比增长13.9%,彩电同比增长13.8%,但受经济下行影响,增速开始趋缓。

出口增速放缓,但影响有限

受人民币升值、全球经济放缓等因素影响,2008年1～9月份部分家电产品的累计出口增速出现回落。就上市公司而言,虽然部分家电产品出口增速放缓,但由于家电类上市公司出口规模较小,故对其整体盈利影响有限。另外,彩电行业正经历从CRT向平板电视的过渡阶段,出口增长强劲。

预计上市公司2009年利润同比增长20%

进入2009年,受全球经济下行、国内房地产销量持续下滑影响,行业利润增速将继续放缓至20%左右。我们认为,虽然家电行业增速放缓,但行业集中度在不断上升,而且其龙头企业估值普遍偏低,存在较好的投资机会,建议增持美的电器、青岛海尔、海信电器。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

累计产量两极分化

数据显示:10 月份国内冰箱当月产量微增 0.24%,洗衣机微增 0.22%,彩电下降 4.65%,空调下降 28.10%。从单月数据来看,产品产量波动较大,除空调仍延续其大幅下跌的颓势以外,其他产品均有较大变化。彩电产量同比下降 4.65%,而 7 月份、8 月份的产量增长还分别高达 31.63%、16.34%(部分原因来自奥运期间的热销);洗衣机微增 0.22%,而 7 月份、8 月份的产量增长还分别高达 27.75%、17.68%;冰箱微增 0.24%,扭转了下跌的颓势(7 月份、8 月份同比分别下降 14.95%、7.76%)。我们仍坚持前期的观点,认为多数家电产品单月产量波动较大,不具备代表性。如果仅从单月数据来判断行业趋势则过于草率,累计产量数据较能说明问题。

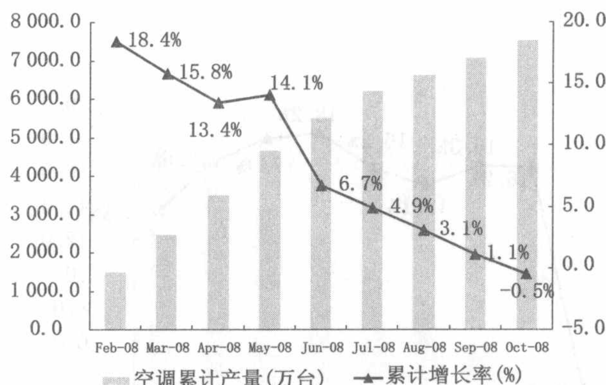
2008 年 1～10 月份,空调产量同比下降 0.5%,出现了近年少有的负增长(受房地产销量下滑、凉夏等负面因素影响,空调增速从 6 月份起开始明显放缓);冰箱产量增速虽继续放缓至 3.5%,但已经出现企稳迹象。

我们判断,空调行业受经济下行、房地产销量大幅下滑影响,景气度会继续下降,但由于行业集中度不断提高,美的、格力、青岛海尔等龙头企业的市场份额在扩大,故对其业绩冲击有限;冰箱行业虽然增速大幅放缓,但负面因素影响不具备可持续性(经济下滑、房地产因素除外),随着农村市场的启动和产品的更新换代,2009 年其增长率将有所恢复。另外,冰箱行业一直保持着较高毛利率水平(青岛海尔冰箱业务 08/1H 毛利率 29.45%,美的电器冰箱业务 08/1H 毛利率 27.65%),高于家电行业平均水平,这也说明冰箱行业仍处于景气周期。

除空调和冰箱表现不佳外,2008 年 1～10 月份,洗衣机和彩电产量均保持较高增长,洗衣机同比增长 13.9%(2007 年同期增长率为 15.8%),彩电同比增长 13.8%(2007 年同期增长率为－1.6%),但受经济下行影响,增速开始趋缓。我们判断,受全自动、滚筒洗衣机开始进入家庭、CRT 电视逐步被平板电视取代等有利因素影响,洗衣机和彩电行业的增长态势将保持(但增速将有所下降)。建议关注海信电器、小天鹅 A。

整体而言,各家电产品均受到经济下行、房地产销量萎缩的负面影响(影响程度不一),整体行业增速有继续趋缓的迹象。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

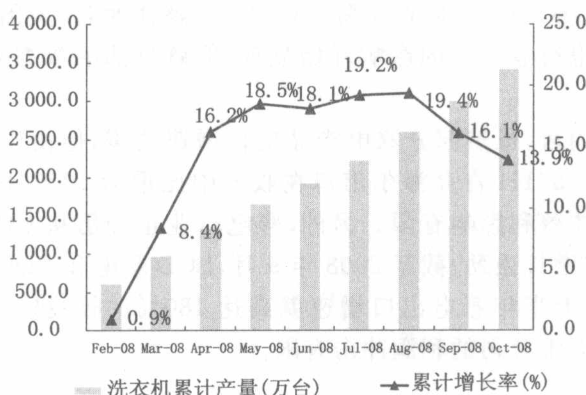


资料来源：WIND，中信建投证券研发部

图 1　2008 年 1～10 月空调累计产量情况



图 2　2008 年 1～10 月冰箱累计产量情况



资料来源：WIND，中信建投证券研发部

图 3　2008 年 1～10 月洗衣机累计产量情况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

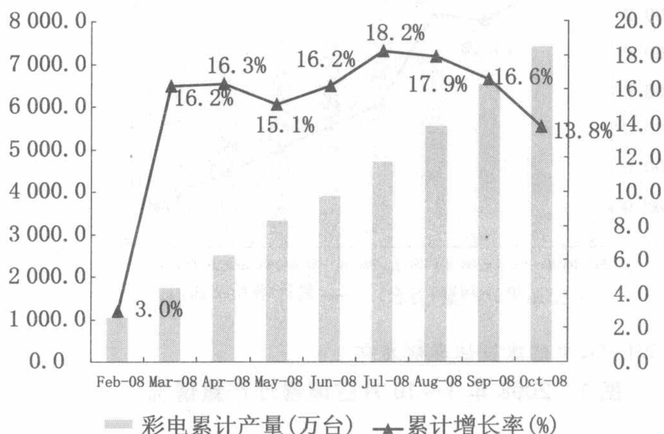


图 4　2008 年 1～10 月彩电累计产量情况

出口增速放缓，但影响有限

受人民币升值、全球经济放缓等因素影响，2008 年 1～9 月份部分家电产品的累计出口增速出现回落。其中，CRT 彩电出口继续萎缩，同比下降 9.0%（将逐步被平板电视取代）；空调出口增速出现较大回落，增速分别为 2.5%（为 1～8 月份数据），2007 年同期为 19.1%；冰箱压缩机、LCD 彩电、洗衣机则继续保持较高增长，增速分别为 34.0%（2007 年同期为 77.7%）、40.4%（2007 年同期为 45.3%）、14.0%（2007 年同期为 22.3%）；PDP 彩电出人意料的大幅增长，增速为 127.8%（2007 年同期下降 16.5%）。整体而言，美国次债引发的全球经济放缓对家电行业出口的影响开始显现，但就目前的数据来看，并没有想象中得那么悲观。

就上市公司而言，虽然部分家电产品出口增速放缓，但由于家电类上市公司出口规模较小（08/1H 青岛海尔出口在收入中比重为 18%、格力 27%、美的 35%），故对其整体盈利影响有限。另外，彩电行业正经历从 CRT 向平板电视的过渡阶段，出口增长强劲，截至 2008 年 9 月，LCD 彩电和 PDP 彩电均高速增长，其中海信电器上半年彩电出口增速就高达 180%。故我们认为，部分产品出口放缓对家电上市公司的利润冲击有限。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

空调行业面临严峻考验

进入 2009 年，空调行业面临的挑战最大，除了要面对家电行业所要共同面对的不利因素之外，能效比提高、房地产销量萎缩将对空调造成不利影响。我们认为，新增房地产销量与空调销量的关联度最高（由于安装拆卸复杂，新房装修多重新购置空调，冰箱、洗衣机、彩电则没有此问题），而且从 2007 年 10 月开始的房地产销量增速放缓，对空调业的不利影响在 2008 下半年已经得到全面体现（滞后期为 1 年左右）。据我们测算，有 20%～25%的空调销量来自新增住宅的装修需求（假设条件：从新增住宅实现销售到购买家电滞后期为 1 年、按 100 平方米/套测算销售总套数、每户平均安装 3 台空调），虽然销量占比不大，但其变化却十分显著，预计增速变化在 45%左右（2007 年住宅销售面积增速为 24.7%，08 年这一数字可能变为－20%），其对 2009 年空调销量增速的影响为－9%到－11.25%，负面影响不容小视，故我们判断，2009 年空调产销量增长将维持低位。

预计上市公司 2009 年利润同比增长 20%

2008 前三季度家电类上市公司净利润同比增长 39.33%，进入 4 季度，空调行业的景气度将继续下降（受房地产销量萎缩、经济下行影响），彩电行业则将维持较高增长速度（增速有所放缓）。进入 2009 年，受全球经济下行、国内房地产销量持续下滑影响，行业利润增速将继续放缓至 20%左右。我们认为，虽然家电行业增速放缓，但行业集中度在不断上升，而且其龙头企业估值普遍偏低，存在较好的投资机会，建议增持美的电器、青岛海尔、海信电器。

文中我们重点分析了空调和彩电的产量变动情况，没有将冰洗产量作为分析重点，其原因在于：一方面，空调和彩电产量在家电中的占比较高（分别占 34%、33%）；另一方面，空调、彩电制造商多为 A 股上市公司，其产量变动情况直接影响到上市公司的整体盈利表现，而冰箱、洗衣机行业集中度偏低，而且部分产能集中在非 A 股上市公司中（如洗衣机龙头海尔电器是香港上市公司、冰箱制造商新飞等公司属于非上市公司）。故其产量变动对上市公司的利润影响有限。但需要指出的是，由于冰洗业务竞争并不激烈（毛利率水平较高），龙头企业（如美的电器、青岛海尔）已经开始加大其投入，故冰洗行业的未来发展值得期待。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重点上市公司盈利预测及评级

表 1 家电行业重点上市公司(单位:元)

	2007EPS	2008EPS(E)	2009EPS(E)	2010EPS(E)	评级	目标价
美的电器	0.63	0.84	1.09	1.34	增持	12.0
格力电器	1.01	1.49	1.90	2.19	增持	20
青岛海尔	0.48	0.69	0.82	0.99	增持	10
同洲电子	0.34	0.44	0.47	0.68	增持	6.6
海信电器	0.41	0.50	0.75	1.03	增持	7.5
佛山照明	0.61	0.36	0.33	0.37	中性	6.0

资料来源:中信建投证券研发部

风险提示

(1)房地产销量萎缩虽然对空调行业的冲击最大,但其对彩电、冰箱、洗衣机等家电产品也存在负面影响,不排除房地产销量大幅萎缩对整个家电行业产生巨大冲击的可能。

(2)不排除2009年我国经济明显放缓,导致消费信心大幅下降的可能,届时家电行业盈利将低于预期。

(3)目前家电龙头企业的估值均在11倍左右,具备较高的投资价值,但不排除A股指数继续下行的可能,届时家电行业的整体估值也将随之下行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

电力设备:促增长措施加大电网投资力度

发电设备:火电下降、看好新能源装备

发电设备增速回落,2009 年将负增长。从 2002 年开始,发电设备连续 3 年保持高速增长,增速分别达到 57%、74%、94%。2005 后,增速开始回落至 20%以下,2008 年前 8 个月,增速进一步下滑至 3.42%。发电设备已经进入下降周期。

新能源装备长期看好。未来较长时期内,新能源将逐渐替代传统能源。其中,网电光伏发电发展较快。我国力争到 2010 年使可再生能源消费量达到能源消费总量的 10%,到 2020 年达到 15%。

输配电设备:促增长措施加大电网投资力度

近几年电网投资不断增加,电网投资落后于电力投资的局面正在逐步改变。"十一五"期间全国电网投资总额为 15 000 亿元左右,年均投资额 3 000 亿以上,是"十一五"期间电网投资的 2 倍多。

按照扩大内需促增长的原则,国家电网将投资规划由原来的"未来两年投资 5 500 亿元"调整至"未来两到三年投资 1.16 万亿",年均投资额由 2 750 亿元提高至 3 866 亿元,提高幅度达到 40%。

增持输配电设备和新能源设备

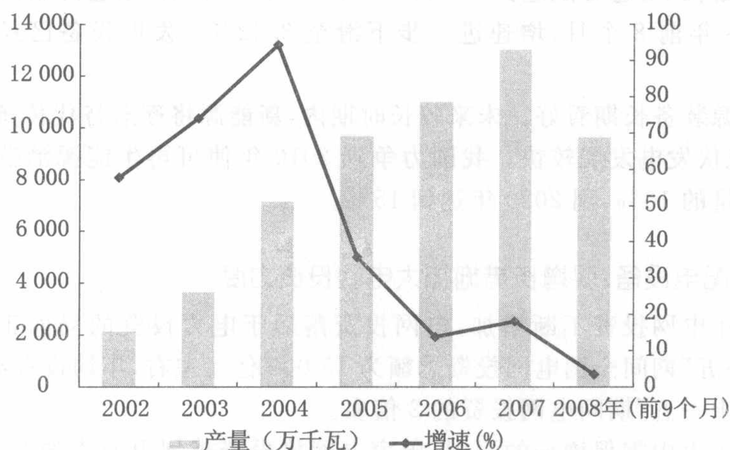
随着电源建设的放慢及电源结构调整,未来几年火电设备将趋于平稳,中性,发展重点在于可再生能源设备,我们给予增持评级。电网投资稳步增长及国家促增长加快城市、农村电网建设等措施使得输配电行业景气期较长,增持。重点关注东方电气、金风科技、湘电股份、哈空调等新能源装备类上市公司以及特变电工、天威保变、平高电气、思源电气等输配电设备类上市公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发电设备:火电下降　看好新能源装备

一、发电设备增速回落,2009 年将负增长

发电设备主要包括发电机、锅炉、汽轮机、水轮机等电站设备,这些是电源建设中直接设备投资。因此,在电力建设高峰中,发电设备是最先受益的子行业。



资料来源:中信建投证券研发部

图 1　发电设备增速回落

从图 1 可以看出,从 2002 年开始,发电设备连续三年保持高速增长,增速分别达到 57%、74%、94%。2005 后,增速开始回落至 20%以下,2008 年前 9 个月,增速进一步下滑至 3.42%。发电设备已经进入下降周期。

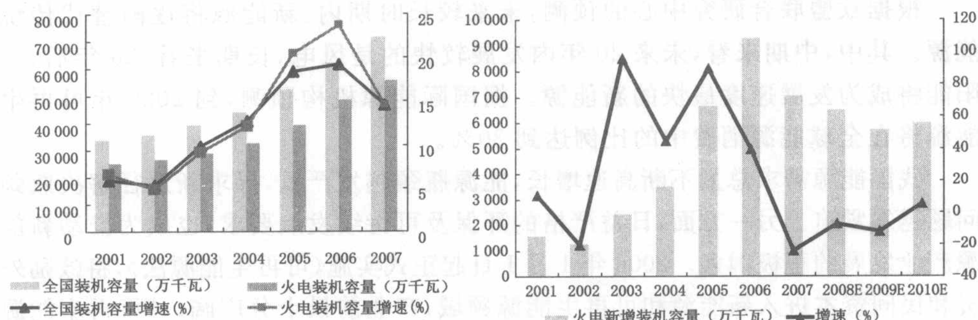
二、火电比例过高

截止到 2007 年底,我国发电装机总量为 7.13 亿千瓦,其中火电、水电、核电、风电分别占总装机的 77.73%、20.36%、1.24%、0.83%。2007 年我国新增发电装机容量中,火电仍高达 78%。

火电在电源结构中的比重过大,且近三年还在不断扩大,这种不合理的电源结构使电煤资源与运输之间的矛盾越来越突出。“十一五”以及未来较长时期内,我国电力结构将会有较大改变,火电大机组、水电及核电、风电的比重会有较大提高。为了扭转这一格局,发改委今后审批电站建设项目将倾向发展水电、核电及可再生能源,适当控制燃煤发电的比重。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基于能源结构多元化调整以及环保、节能等几方面因素考虑，未来我国火电的比例将持续下降，发展的重点为30万千瓦以上的大型机组。



资料来源：中电联，中信建投证券研发部

图2 电力装机容量图及火电年新增装机容量图

三、核电发展进入快车道

我国核电发展的目标是：到2010年在运行核电装机容量1 200万千瓦；到2020年，在运行核电装机容量4 000万千瓦，同时，还有约1 800万千瓦的在建核电装机容量。未来15年，核电装机容量的复合增长率达到10.7%，而全国总装机容量的复合增长率仅有4.6%左右。“十一五”规划中已将原来的“适当发展核电”的战略转变为“积极发展核电”，核电产业的景气周期已来临。

在核电装备制造领域，经过多年的技术引进及合作，除了少数部件需要由国外进口，目前大部分设备已具备生产能力，核电站国产化率已有很大提高。第一批大亚湾核电站国产化率不足10%，第二批秦山二期、三期国产化率达到50%左右，最新投产的田湾核电站国产化率已高达60%～70%。目前，东方电气集团和上海电气集团是我国主要的核设备制造商。从经济性上来看，核电站建设成本逐渐降低，田湾核电站造价已降到1 510美元/千瓦。约合10 000元人民币/千瓦，与风电相当，同时也进一步缩小与常规火电、水电造价的差距。

2008年，我国开工福建宁德、福清和广东阳江三个核电项目。田湾二期、高温气冷堆示范电厂等项目在加紧筹备。湖南桃花江、湖北大畈、江西彭泽三个内陆核电项目已经初步确定。《核电中长期发展规划2005—2020年》也透露，湖北、江西、湖南、吉林、安徽、河南、重庆、四川、甘肃等内陆省市都不同程度地开展了核电厂址前期工作。11月，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，核准了总投资955亿元的广东阳江核电工程和浙江秦山核电厂扩建工程获批开建，我国核电建设将进一步加快进度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四、新能源装备长期看好

根据欧盟联合研究中心的预测，未来较长时期内，新能源将逐渐替代传统能源。其中，中期来看，未来20年内发展较快的是风电，长期来看，30年后，太阳能将成为发展速度最快的新能源。据国际能源机构预测，到2020年可再生能源将在全球能源消费中的比例达到30%。

我国能源需求总量不断高速增长，能源瓶颈越发严重，寻求新途径解决瓶颈问题越发紧迫。另一方面，日益严格的环保及可持续发展要求，也成为推动新能源产业发展的积极因素。2006年1月1日起正式实施《可再生能源法》，将鼓励外资和民间资本进入新能源和可再生能源领域，产业前景十分广阔。《可再生能源中长期发展规划》中指出，要充分利用水电、沼气、太阳能热利用和地热能等技术成熟、经济性好的可再生能源，加快推进风力发电、生物质发电、太阳能发电的产业化发展，逐步提高优质清洁可再生能源在能源结构中的比例，力争到2010年使可再生能源消费量达到能源消费总量的10%，到2020年达到15%。

风电:发展超预期

一、世界风电发展迅速

1997～2006年，全球风电装机容量年平均增长率超过20%，近几年呈现加速发展的趋势。目前，风力发电量约占世界总电量的0.5%，预计到2020年风力发电量比重可升至12%。目前，欧洲是全球风力发电的主力军。

2007年全球风电装机容量统计数据，中国新增3 449 MW，在新增市场份额中占17.2%，排名世界第三位；累积装机容量6 050 MW，排名比2006年上升一位，排名世界第五位。

表1　2007年累计风电装机容量最大的10个国家

国家	累计装机(万千瓦)	增长率(%)	比例(%)
德国	2 225	7.9	23.6
美国	1 682	45.0	17.9
西班牙	1515	30.5	16.1
印度	785	25.2	8.3
丹麦	591	145.2	6.3
中国	313	0.0	3.3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

国家	累计装机(万千瓦)	增长率(%)	比例(%)
意大利	273	28.8	2.9
法国	245	56.1	2.6
英国	239	21.9	2.5
葡萄牙	213	29.1	2.3
世界总计	9 411	27.3	100

资料来源：中信建投证券研发部

三、未来15年我国风电装机年均增长率达20%

我国具有丰富的风力资源，风能资源潜力位居世界前列，且具有面积广阔，风速稳定等特点。拥有“三北”和沿海两大风带，10米高度层中实际可利用的资源储量达到2.53亿千瓦；沿海岸线的浅海区初步测算可达到装机容量为6亿千瓦，超过我国目前的总装机容量。截至2007年风电装机容量591万千瓦，仅占全国装机容量的0.83%，风电利用程度还非常低。按规划，2010年将达到1 000万千瓦，2020年达到4 000万千瓦，“十一五”期间的年均复合增长率高达50%，2010年至2020年的年均复合增长率也达到15%，高于世界平均水平，未来几年我国风电市场潜力巨大。实际上，我国2007年底风电装机容量已经超过了中长期发展规划中预计2010年达到500万千瓦的目标，风电发展速度超预期。

近几年，我国大型风力发电机组及其部件的设计制造方面取得很大的进展。形成了以风力发电机组总装企业为龙头、风力发电机组零部件制造厂相配套的格局；完成了以600千瓦风力发电机组为主导机型的国产化进程，截止到2003年，600千瓦风力发电机组国产化率达96%，国产化机组在国内风电市场累计占有率为15.35%，到2007年底，国产化机组在国内风电市场的占有率上升至44.8%，风电设备国产化向前迈进一步。国内风电设备制造企业中，新疆金风科技股份有限公司的市场占有率最高，同时，2006年新疆金风还跨入世界十大风电机组供应商行列。

三、制约风电发展的因素

目前制约风力发电的因素主要来源于两方面：一是上网电价不具竞争力，目前风电价格约0.5元/度左右，高于水、火电0.3元左右的上网电价，若国家不对风力发电给予足够补贴，将难于大规模应用。

“十一五”期间，风电产业将在优惠政策激励下，规模逐步扩大，发电成本将不断降低。另一方面，随着煤炭、油气等不可再生能源的逐步枯竭，其发电成本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将逐年增加，煤电污染治理成本也逐年增加，导致煤电成本呈上升走势。据预测，到2020年左右，风电将成为一种经济上有竞争力的电力资源。

二是设备制造能力不足，目前我国风电设备制造企业多为600千瓦以下等级，而国外主流机型均为兆瓦级以上，我国兆瓦级机组尚处研制阶段。风电设备市场和产业化基本上没有形成，风电机组和系统设计技术、设备性能、效率以及技术工艺水平与欧洲相比存在很大差距。国产风电关键部件，如液压系统、联合器、电控等可靠性差，技术不够成熟。因此，大型风电机组的市场多为国外企业所垄断，而进口风力发电机组的价格十分昂贵，通常设备投资占风电投资的80%左右，昂贵的进口设备很难降低风电成本。但另一方面，将来新建风电场国产化率必须达到70%以上，国外风电设备制造商在国内风电场建设投标将面临较大困难，因此，国外风电设备制造商也比较愿意通过配件供应、技术转让等方式与国内企业合资生产新型的风电机组，我国风电设备制造能力将得到很大提高。

输配电设备：促增长措施加大电网投资力度

一、输配电行业稳步增长

从行业数据来看，输配电行业近几年取得快速发展。增长率基本稳定保持在30%以上。2008年在国内外经济增速放缓的情况下，前8个月利润总额依然增长了36.29%，增长率不但没有出现下滑趋势，反而还有所提高。各于行业情况如表2所示。

表2　2008年前8个月输配电行业各子行业盈利情况表

	收入（亿元）	同比（%）	毛利率（%）	同比（个百分比）	利润（亿元）	同比
变压器	1257.60	29.47	16.34%	1.39	81.78	42.70%
配电开关	1498.96	28.41	19.48%	−0.17	123.38	34.42%
电容器	125.22	18.80	14.37%	3.42	5.15	16.22%
其他输配电设备	467.89	48.94	20.13%	0.34	45.45	−7.98%
电线电缆	3942.95	25.81	10.11%	−0.18	150.30	43.01%

资料来源：中经网，中信建投证券研发部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、促增长措施加大电网投资力度

2007 年全国电力基本建设投资 5 492.91 亿元中，电网基本建设投资 2451.41 亿元，同比增长 17.1%。电网投资占电力投资的比重由 2005 年的 31.10%上升到 2007 年的 44.63%，电网投资落后于电力投资的局面正在逐步改变。“十一五”期间进一步加大电网投入，基本消除电网瓶颈，提升技术装备水平，提高资源配置能力，强化市场载体功能。到 2010 年，基本形成结构合理、安全可靠、灵活高效的坚强国家电网。

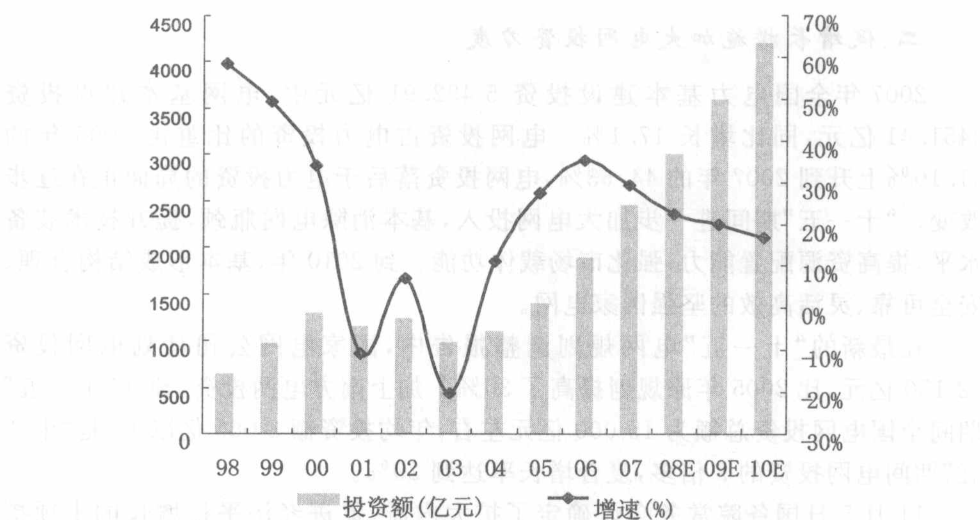
在最新的“十一五”电网规划调整报告中，国家电网公司计划电网投资 12 150 亿元，比 2005 年原规划提高了 30%。加上南方电网投资，预计“十一五”期间全国电网投资总额为 15 000 亿元左右，年均投资额 3 000 亿以上，是“十一五”期间电网投资的 2 倍多，复合增长率达到 20%。

11 月 5 日国务院常务会议确定了扩大内需、促进经济平稳增长的十项措施。初步匡算，实施上述工程建设到 2010 年底需投资 4 万亿元。其中，第二条中“完善农村电网”、第三条“加快城市电网改造”等措施对电网投资的力度和进度有积极影响。第五条加强生态环境建设“支持重点节能减排工程建设”，利于新能源产业发展。

为落实中央进一步扩大内需、促进经济增长的部署，我国两大电网公司纷纷发布最新投资规划。国家电网公司未来两到三年计划投资达到 1.16 万亿元，南方电网公司计划 2009～2010 年两年新增投资 600 亿元用于改造城市电网、完善农村电网。国家电网公司的投资规划将主要用于跨国、跨区联网工程，城市、农村电网建设与改造，以及大型水电、火电、风电基地电量送出工程等。其中，用于城市、农村电网建设与改造的资金约 5 500 亿元，重点是加强城市电网主网架建设，加快中低压城市配电网更新改造，适当提高城市中心区电缆化率，推广应用节能技术，逐步淘汰高耗能和陈旧设备，提高电网安全经济运行水平，加快小火电机组关停地区配套电网建设，以及加大农村排灌供电设施改造力度等。南方电网公司按照国家发改委《紧急落实新增 1 000 亿元中央投资工作方案》，2008 年内将新增中央预算内资本金投资 8.1 亿元，其中 5 亿元用于西部地区城市电网改造，3.1 亿元用于完善农村电网。南方电网公司 2008 年相应工程建设新增总投资由此达到 40.5 亿元。

按照上述规划，国家电网将投资规划由原来的“未来两年投资 5 500 亿元”调整至“未来两到三年投资 1.16 万亿”，年均投资额由 2 750 亿元提高至 3 866 亿元，提高幅度达到 40%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：中信建投证券研发部

图 3 电网投资快速稳步增长

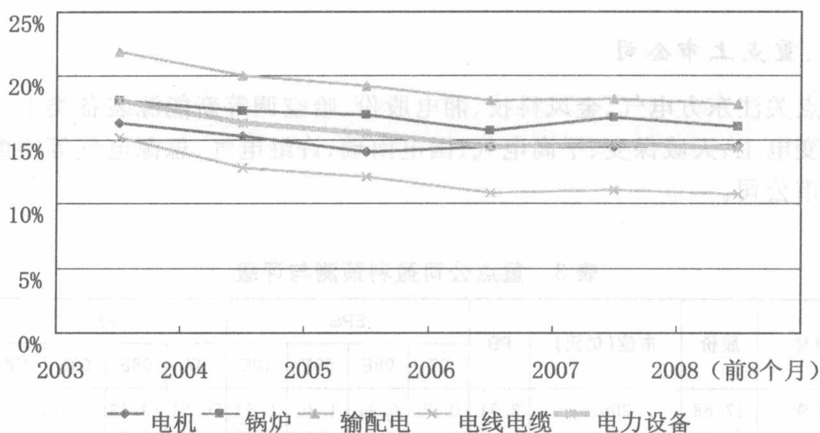
三、特高压电网发展潜力大

预计到 2020 年特高压及跨区电网的输电量将为 2.1 亿千瓦，其中±800kV 直流输电 5 600 万千瓦，另外 1.5 亿千瓦由交流输电线路完成。从投资看，到 2020 年我国对特高压电网的投入约为 4 060 亿元，其中交流为 2 560 亿元，直流为 1 500 亿元。

2020 年前后，国家电网交流特高压系统形成以华北、华中、华东为核心，联结我国各大区域电网、大煤电基地、大水电基地和主要负荷中心的坚强的电网结构。蒙西、陕北、晋东南、内蒙锡盟、宁夏煤电基地以交流特高压分散接入南北方向多条大通道上，四川水电的部分容量通过东西方向的交流特高压通道向华中和华东输送；在东部受端建设一定容量的支撑电源，主要是沿海核电。

通过特高压建设，我国输变电制造企业可通过以下几个方面获得提升：技术提升：特高压为世界技术前沿，进入电力设备制造的最核心领域。示范效应：特高压总量规模不大，但强大示范效应将带动 500kV 以下产品市场占有率迅速提升。进口替代：取代目前电力设备高端领域的进口产品，实现电力设备国产化。树立品牌：借助特高压工程树立一批国际品牌，打入国际市场，成为世界级企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：中经网，中信建投证券研发部

图 4　电力设备及各子行业的毛利率走势

四、原材料价格回落减缓成本压力

从电力设备行业整体来看，2008 年前 8 个月，毛利率水平企稳并有所回升。电力设备的原材料主要是钢材、铜、铝等金属，钢材在锅炉、汽轮机、发电机等设备成本构成中占比达 50%～80%。钢价大幅上涨给上述发电设备制造带来了加大成本压力。输配电设备中变压器、开关、电线电缆的主要原材料是取向硅钢、铜、铝等。2008 年 3 季度以来，钢材等金属价格出现明显回落，电力设备行业原材料压力有所减轻。

投资策略及重点上市公司

一、发电设备

随着电源建设的放慢及电源结构调整，未来几年火电设备将趋于平稳。我们给予中性评级。在传统的火电设备保持平稳的同时，未来较长一段时期内，水电、风电、核电、光伏发电等新能源及可再生能源设备将会有快速发展。我们给予增持评级。

二、输配电设备

电网投资稳步增长及国家促增长加快城市、农村电网建设等措施使得输配电行业景气期较长，我们给予增持评级。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、重点上市公司

重点关注东方电气、金风科技、湘电股份、哈空调等新能源装备类上市公司以及特变电工、天威保变、平高电气、国电南瑞、许继电气、思源电气等输配电设备类上市公司。

表 3 重点公司盈利预测与评级

股票简称	股价	市值(亿元)	PB	EPS				PE				评级
				07	08E	09E	10E	07	08E	09E	10E	
天威保变	17.68	206.5	3.71	0.35	0.91	1.30	1.83	50.51	19.43	13.60	9.66	买入
特变电工	20.37	244.1	8.21	0.49	0.78	1.10	1.48	41.57	26.12	18.52	13.76	买入
平高电气	11.81	60.4	3.55	0.34	0.48	0.64	0.86	34.74	24.60	18.45	13.73	增持
思源电气	27.10	74.5	11.41	1.59	1.40	1.66	2.26	17.04	19.36	16.33	11.99	增持
金风科技	20.79	207.9	2.38	1.26	0.90	1.27	1.78	16.50	23.10	16.37	11.68	增持
哈空调	8.22	26.3	3.77	0.74	0.89	1.03	1.27	11.11	9.24	7.98	6.47	增持
湘电股份	6.85	16.1	1.47	0.31	0.30	0.40	0.66	22.10	22.83	17.13	10.38	增持
东方电气	22.97	187.7	3.46	2.44	0	2.00	3.20	9.41	—	11.49	7.18	增持
国电南瑞	20.88	53.3	6.29	0.56	0.72	0.88	1.12	37.29	29.00	23.73	18.64	中性
许继电气	9.14	34.6	1.64	0.31	0.30	0.35	0.41	29.48	30.47	26.11	22.29	中性

资料来源：中信建投证券研发部(股价为 11 月 24 日收盘价)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有色金属：上游回落　下游回升

行业回顾

2008 年基本金属价格走势持续低迷，进入 10 月以后基本金属价格全线加速回落。截至 11 月 21 日，伦敦金属价格指数下跌幅度是 44.15%。目前价位与 2005 年 2 月处于同一价格水平。

10 月部分有色金属产量同比出现下降。镍的减产效果继续扩大；电解铜销售受阻，引发铜生产企业采取减产行动，导致当月产量同比下降 8%，环比下降 7.3%，我们认为这与硫酸价格的暴跌有很大关系；10 月电解铝产量只是略有下降，减产效果还未充分体现。

1～8 月份我国有色金属采选业收入同比增长 28.61%，利润总额同比增长 6.02%，增速较上年同期大幅回落。冶炼业收入同比增长 23.65%，利润总额同比下降 7.39%。我们认为采选业之所以依然保持了增长和较高的毛利率，是因为金属价格下降还没有传导到上游矿山，根据目前形势判断，采选业全年难保增长。冶炼业收入增长主要是归因于产量的上升，价格上涨因素贡献很小。

2009 年：上游回落，下游回升

预计 2009 年全球经济增速继续放缓，有色金属需求仍然不乐观。我们认为有色金属行业在 2008 年表现为需求下降，价格下跌，和库存的上升。2009 年行业内的减产会进一步扩大。同时，有色金属需求的下降将波及上游的矿产品，从而导致采选业毛利率的下降。

2008 年是冶炼业最为困难的一年。有色金属冶炼业的毛利率已经下降到 10%以下，是近 10 年来的最低水平，低于上一周期的低点。2008 年前 8 个月尽管行业毛利率继续下滑，但是行业亏损面有所缩小。因此我们认为冶炼行业的经营情况在趋于好转。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行业回顾

一、有色金属价格大幅下跌

2008年基本金属价格走势持续低迷，铅、锌、镍价格自2008年3月开始持续下跌，铜、铝、锡价格从7月开始下挫。进入10月以后，受金融危机引发全球经济衰退及美元回升的拖累，基本金属价格全线加速回落。截至11月21日，伦敦金属价格指数下跌幅度是44.15%。目前价位与2005年2月处于同一价格水平。

基本金属中，镍价下跌幅度最大，跌幅超过60%。铅价、锌价和铜价跌幅在50%左右，铝和锡的价格接近30%。

二、产量增速放缓，减产刚刚开始

我们看到10月部分有色金属产量同比出现下降。镍的减产效果继续扩大，产量同比下降18.4%，环比下降8.9%；10月电解铜销售受阻，铜价在短时间内的快速回落，引发铜生产企业采取减产行动。导致当月产量同比下降8%，环比下降7.3%。当然我们认为这也与硫酸价格的暴跌有很大关系。因为在2008年上半年，铜生产企业主要是靠副产品硫酸抵消铜冶炼亏损，实现盈利。10月电解铝产量只是略有下降，减产效果还未充分体现。

表1 2008年1～10月有色金属产量(吨)

	10月产量	同比%	1～10月累计产量	同比(%)
铜	293 900	－8	3 077 500	11
铝	1 088 000	－0.9	11 144 900	10.7
铅	354 300	49	2 689 700	19.7
锌	359 500	3.6	3 292 400	8
锡	16 239	24.3	109 391	－10.7
镍	8 643	－18.4	112 210	2
锰	40 600	－32.2	539 300	6.6
氧化铝	1 935 600	12.9	19 376 100	20.4
铜精矿	84 800	5.9	782 500	16.1
锌精矿	266 900	2.6	2 571 800	16
铅精矿	97 700	15.3	1 018 400	26.7
锡精矿	5 100	－5.6	45 300	－16.6
钨精矿	7 840	34.5	68 025	5.8

资料来源：国家统计局，中信建投证券研发部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、有色金属行业盈利缩水

1～8月我国有色金属采选业的收入同比增长28.61%，利润总额同比增长6.02%，增速较2007年同期大幅回落。冶炼业的收入同比增长23.65%，利润总额同比下降7.39%。我们认为采选业之所以依然保持了增长和较高的毛利率，是因为金属价格的下降还没有传导到上游的矿山，根据目前的形势判断，采选业全年难保增长。冶炼业收入增长主要是归因于产量的上升，价格上涨因素贡献很小。

表2　2008年1～8月有色金属各子行业的盈利情况(单位:%)

	收入同比增长	利润总额增长	毛利率
采选业	28.61	6.02	26.49
铜矿	32.24	19.16	36.30
铅锌矿	5.62	−31.57	33.95
铝矿	100.54	212.78	14.44
锡矿	−7.41	41.14	42.52
冶炼业	23.65	−7.39	9.23
铜冶炼	25.66	19.24	6.58
铅锌冶炼	0.29	−40.78	9.37
铝冶炼	16.94	−41.79	13.80
锡冶炼	12.9	−10.67	12.78

资料来源：中经网，中信建投证券研发部

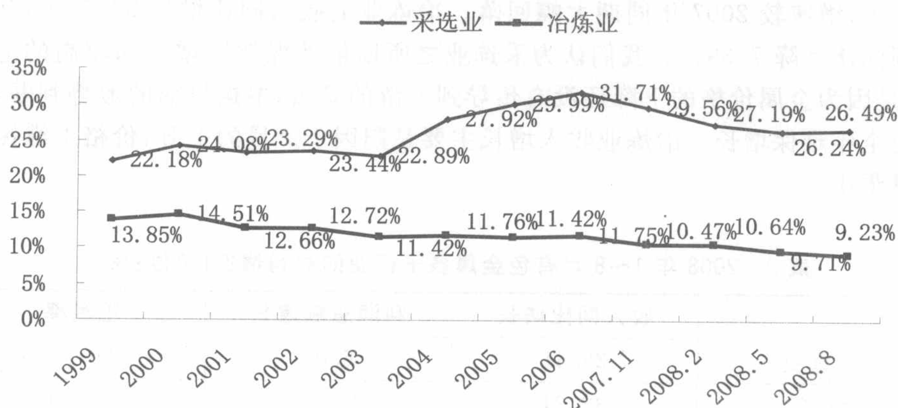
采选业仍然保持着较高的毛利率，但是相对于最高点回落比较明显。随着金属需求和价格的下降，毛利率还有进一步下降的空间。锡矿毛利率40%以上，铅锌矿和铜矿毛利率都在30%以上。铝矿毛利率最低，只有14%，非中铝系氧化铝企业的原料铝土矿主要依靠进口，因而利润率低。有色金属冶炼业的毛利率已经下降到10%以下，是近10年来的最低水平。冶炼企业面临困境，减产已经成为许多企业无奈的选择。其中处境最为艰难的是铅锌冶炼和铝冶炼，这两个行业前8个月利润总额同比下降达40%以上，减产也是首当其冲。

2009年：上游回落，下游回升

预计2009年全球经济增速继续放缓，有色金属需求仍然不乐观。我们认

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为有色金属行业在 2008 年表现为需求下降，价格下跌，和库存的上升。2009 年行业内的减产会进一步扩大。同时，有色金属需求的下降将波及上游的矿产品，从而导致采选业毛利率的下降。



资料来源：中经网，中信建投证券研发部

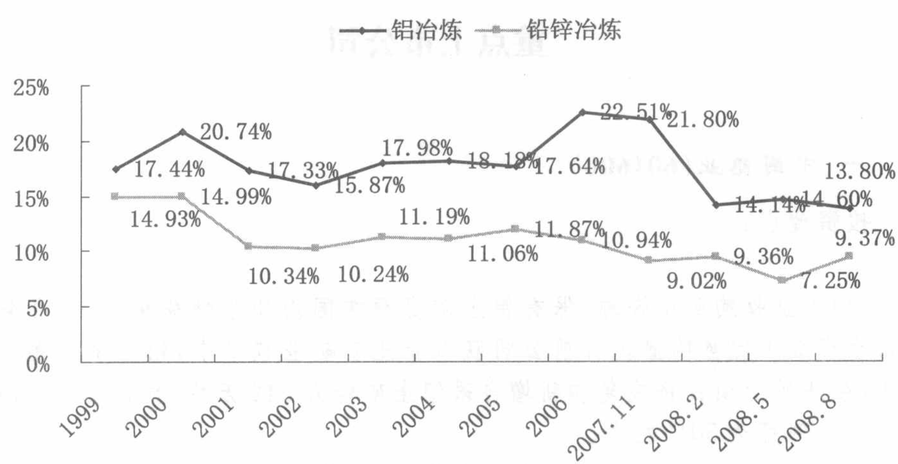
图 3　有色金属采选业和冶炼业毛利率

2008 年是冶炼业最为困难的一年。有色金属冶炼业的毛利率已经下降到 10%以下，是近 10 年来的最低水平，低于上一周期的低点。亏损企业数量大幅增加。2007 年亏损企业数量比上年增加了 30%，在此基础上 2008 年前两个月亏损企业数量又猛增了 42.5%。2008 年前 8 个月尽管行业毛利率继续下滑，但是行业亏损面有所缩小。因此，我们认为冶炼行业的经营情况在趋于好转。

矿产品价格的下降对于冶炼企业是有利影响，2009 年冶炼企业将受益于原料成本的下降。我们判断 2009 年冶炼业的毛利率将出现回升。我们认为铝冶炼和铅锌冶炼将先于行业复苏，其中从前 8 个月的数据来看，铅锌冶炼毛利率已经出现了回升的迹象。

2004 年以前，铝冶炼产能扩张速度比较快，而在此之后由于大量民营企业进军氧化铝生产领域，铝矿采选企业数量迅速增长。2008 年冶炼企业和采选企业数量比不但低于 2003 年的最高值，并且也低于上周期的比值。随着国内氧化铝企业的大量新建，氧化铝供应紧张的状况已经大为改观。并且我们看到电解铝企业数量开始减少，一方面原因是工艺落后、污染严重的小冶炼厂关闭，另一方面原因是电解铝行业的整合重组。铝冶炼行业的集中度在不断提高，相对于上游氧化铝行业会有更强的议价能力。因此，我们认为未来电解铝毛利率将高于氧化铝的毛利率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：中经网，中信建投证券研发部

图 4　铝冶炼和铅锌冶炼业毛利率

表 3　有色金属矿采选业盈利情况(单位：%)

	收入同比增长	毛利率	利润总额增长	企业数量	亏损面
1999		22.18		1 322	21.41
2000	15.02	24.08	39.09	1 344	16.22
2001	7.24	23.29	2.72	1 381	17.60
2002	8.87	23.44	5.16	1 313	15.23
2003	27.95	22.89	61.80	1 247	11.63
2004	36.44	27.92	116.16	1 281	10.07
2005	44.56	29.99	79.16	1 445	11.35
2006	57.54	31.71	79.99	1 688	10.31
2007.11	42.65	29.56	36.57	2 076	11.66
2008.2	24.86	27.19	—0.39	2 185	17.67
2008.5	19.90	26.24	—5.77	2 237	18.42
2008.8	28.61	26.49	6.02	2 303	17.63

资料来源：中经网，中信建投证券研发部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重点上市公司

一、中国铝业(601600)

投资要点：

(1)大量收购矿山资源，保有铝土矿资源在国内处于领先地位，氧化铝、电解铝生产成本优势明显。目前公司获取铝土矿矿业权7个，铝土矿资源1 000万吨，在建矿山项目将恢复和新增自采铝土矿能力342万吨，预计公司2009年自产矿比例可达50%左右。

(2)扩展铝深加工业务，产业链完善，抗风险能力强。目前铝加工产能为109万吨，未来会增加到200万吨，航空用铝板带将是重点项目之一。

(3)成功入主云南铜业，铜加工行业实力增强。

(4)“增持”评级。

主要风险：电解铝、氧化铝价格持续下跌影响公司利润。

二、焦作万方(000612)

投资要点：

(1)铝电一体化经营，自备电力将逐步增加，抗风险能力强。公司铝炼冶每年所需电力约60亿千瓦时，其中中网电供电约占一半，自备电力较少。近期，公司收购了爱依斯万方电力公司70%的股权，交易完成后拥有该公司100%股权，自备电力将逐步增加，此乃实现铝电一体化经营的重要一步。

(2)氧化铝等原材料价格及电煤价格下跌，生产成本下降。

(3)“增持”评级。

主要风险：铝价持续下跌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4 铝上市公司业绩预测和评级

	收盘价（11月24日）	EPS			PE			评级
		2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	
焦作万方	8.11	1.3	1.28	1.45	6.24	6.34	5.59	增持
云铝股份	4.67	0.21	0.27	0.29	22.24	17.30	16.10	中性
关铝股份	3.94	0.18	0.22	0.25	21.89	17.91	15.76	中性
南山铝业	6.4	0.65	0.71	0.82	9.85	9.01	7.80	中性
中孚实业	6.19	0.92	0.98	1.02	6.73	6.32	6.07	中性
中国铝业	7.28	0.26	0.31	0.42	28.00	23.48	17.33	增持

资料来源：中信建投证券研发部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机械制造:政策引导投资

盈利质量下降,下游需求放缓

利润增速首次低于收入增速。剔除汽车和电工电器行业,2008 前 8 个月机械行业收入增长 30.99%,利润总额增长 25.02%。这是 2004 年以来机械行业利润增速首次低于收入增速,行业盈利质量下降。成本上涨带来的毛利率下降、期间费用上升和投资收益减少是利润增速快速下降的主要原因。同时,出口放缓、订单增长乏力和库存积压反映下游需求放缓。

2009 行业压力来自需求

机械主要下游行业固定资产投资增速放缓,国内需求增长面临压力。除了农业外,其他如采矿业、制造业、交通运输业、房地产业等行业固定资产投资增速很可能放缓。同时;我们预计 2009 年行业出口增速也会出现较大幅度的下降。我们预计 2009 年行业收入增速在 20%左右,低于 2008 年约 8 个百分点;同时,成本下降有望消除需求增速减缓的影响,行业盈利质量得到提高,全行业利润增速 25%左右。

关注扩张政策带来的投资机会

我们认为,2009 年机械行业整体增速仍将下降,不具备整体投资机会,建议重点关注有政策支持效应的子行业。政府 4 万亿元的基建投资对机械整体拉动有限,预计给行业收入带来 2.5 个百分点的增长;但由此带动的地方投资、个人投资很可能超出我们预期。建议关注重点受益的铁路设备和工程机械行业,关注上市公司时代新材、天马股份、中国南车、山推股份。增值税转型对 2009 年的上市公司利润增加程度有限。建议关注提升空间很大的机床行业,关注上市公司昆明机床。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盈利质量下降，下游需求放缓

一、利润增速首次低于收入增速

收入增速维持较高水平，利润增速快速下降。按照机经网的统计数据，剔除汽车和电工电器行业（下同），2008 年前 8 各月机械行业销售收入增速和 2007 年相比几乎持平，下降幅度很小；而且年内波动也不大，前 5 个月增长 32.22%，增速甚至高于前 2008 年 2 个月和 2007 年增速水平；前 8 个月增长 30.99%，中期后的三个月收入增速降到了 30%以下。和收入增速表现不同的是，行业利润总额增速 2008 年以来出现了快速、逐季大幅下降的情况。2008 年前 8 个月，机械利润总额增速 25.02%，低于 2007 年约 20.5 个百分点；而且是逐季大幅下降的。

成本压力带来的毛利率下降、期间费用上升和投资收益减少是利润增速快速下降的主要原因。2008 年上半年，国内主要城市 6mm 中厚板平均市场价格在 6 450 元/吨，比 2007 年同期均价上涨 38.03%。而且由于采购周期（提前 2～3 个月）的影响，3 季度末机械企业用的基本上是上半年处于价格上升期的高价钢材，原材料成本的上升和人工费用增加降低了毛利率。虽然大部分企业进行了产品提价，但只能部分抵消其影响。机械行业毛利率从 2007 年的 15.26%下降到 2008 年前 8 个月的 15.10%。而且从年内各周期来看，也是逐季下滑的。

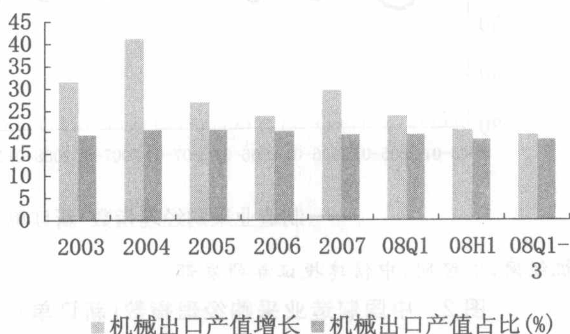
由于销售人员工资的增加、贷款利率上升带来的财务费用增加等因素，机械行业期间费用率上升，很可能面临拐点。从 2003 年以来，机械行业的期间费用率都是逐年下降的；2008 年前 8 个月，达到 8.56%，高于 2007 年 0.04 个百分点。同时，由于证券二级市场环境改变，公司股票投资收益大幅下降。众多因素导致机械行业利润增速大幅下降，行业利润率从 2007 年的 6.44%降到 2008 年前 8 个月的 5.97%，下降 0.47 个百分点。而且，这也改变了 2003 年以来的行业利润率逐年上升的趋势。

利润增速首次低于收入增速，行业盈利质量下降。考察机经网有机械行业运行统计数据以来，除了宏观调控的 2004 年（收入增速 31.17%、利润增速 30.33%，仅低不到 1 个百分点），机械行业收入增速都是低于利润增速的，行业的盈利质量逐年提高，这从行业利润率逐年上升可以明显看出。但 2008 年前 8 个月，利润增速大幅低于收入增速约 6 个百分点，行业的盈利质量明显下降。即使 4 季度成本压力较大缓解，全年状况也难以改变。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、外围经济恶化，出口面临压力

机电产品一直是我国出口的主力，但最近由于次贷影响，金融危机波及实体经济，我国机械产品出口增速出现了逐季下降的情况，出口产值占比降到近年来的最低水平。



资料来源：机经网，中信建投证券研发部

图 1　我国机械行业出口产值增长及占比

按照机经网的产值统计数据，2008 年第 1 季度、上半年和前 3 季度，机械出口产值同比增速分别为 23.85%、20.54% 和 19.51%，远低于 2007 年的 29.68% 的增速水平；机械出口产值占全行业销售产值的比重分别为 19.24%、18.28% 和 18.16%，也低于 2007 年全年 19.56% 的水平。这也是近 6 年来出口产值占比首次跌落 19% 以下。

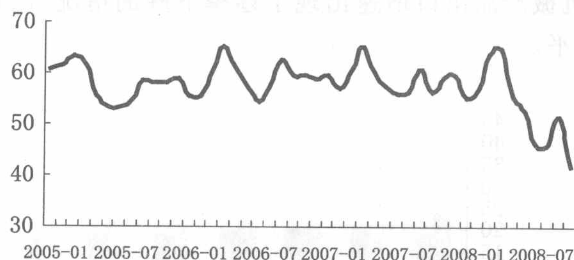
三、行业订单增长乏力，下游需求减缓

从制造业采购经理指数可以看出，新增订单在快速下降。制造业 PMI 指数是一个综合指数，按照国际上通用的做法，由订单、生产、雇员、配送和存货 5 个扩散指数构成；制造业 PMI 指数在 50% 以上，反映制造业总体扩张；低于 50%，通常反映制造业衰退。中国制造业 PMI 商务调查是在对 727 个公司的采购经理的月度调查基础上形成，包括新订单、生产、就业、配送、存货等 11 个指数构成。从新订单指数 2008 年 4 月份达到 65% 的高点后，就逐月下降，不断创出指数编制以来的新低；10 月份更是降到 41.7% 的历史最低点。

从机经网重点联系机械企业的订货量变化，我们也可以看出行业订单正在下降。机经网对 135 家重点联系机械企业进行跟踪，从订货量（从期末和第二年初数据变化来看，应该包括手持订单量和当年已经完工实现销售订单）增速

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

逐月下降可以看出，新增订单正在下降。2008 年 3 月末，重点联系企业订货量 4 160.54 亿元，同比增长 42.1%；9 月末，订货量 9 257.15 亿元，同比增长 27.7%；订货量增速在逐月快速下降。



资料来源：机经网，中经网，中信建投证券研发部

图 2　中国制造业采购经理指数（新订单）

四、产成品增速加快，存货周转放慢

在新增订单放慢的同时，存货积压开始出现；机械行业产成品增速明显提高。按照机经网的统计数据，2007 年 11 月底，机械行业持有产成品存货 1 964.93 亿元，同比增长 19.23%；2008 年 8 月底，行业积压产成品存货 2 364.59 亿元，同比增长 23.76%。

制造业采购经理指数也反映出这一点。2008 年以来，产成品库存指数一直保持在 48%左右的高位，平均水平明显高于往年；下半年以来，库存指数逐月上升，9 月份达到 50.5%，首次超过 50%，创下指数创建以来的新高。

新增订单放缓和存货积压程度加剧，表明下游需求正在下滑。

五、上市公司业绩增速大幅下降

上市公司的表现与机械行业基本相同。2008 年前 3 季度，我们考察的 99 家机械上市公司实现营业收入平均增长 25.49%，增速低于 2007 年 30.73%；净利润平均增长 17.63%，也远低于 2007 年 72.13%的增速水平。和收入增速相比，净利润增速下降幅度较大；而且上半年和前 3 季度，净利润增速都低于收入增速水平。这主要是由于：

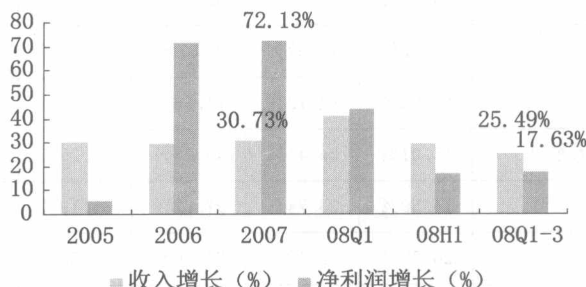
第一，成本上升带来的毛利率下降。前 3 季度机械上市公司平均毛利率在 17.69%，比 2007 年下降 0.36 个百分点；从季度表现来看，3 个季度也是逐渐下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

降的。

第二，股票投资对净利润负面影响很大。2008年前3季度，99家机械上市公司总共实现公允价值变动收益－14 152.98万元，而2008年同期为109525.94万元，同比下降112.92%；总共实现投资收益178619.59万元，2008年同期为24 4627.59万元，同比下降26.98%。扣除公允价值变动和投资收益影响，2008年前3季度机械上市公司净利润增速为40.47%，比2007年仅减速约7个百分点。

第三，所得税费用提高。由于新税法实施，以前适用15%所得税税率的大部分公司在“高新技术企业”资质未批下之前都是按照25%的税率预缴所得税，导致所得税费用有所提高。前3季度，机械上市公司所得税费用总计30.98亿元，同比增长18.73%，实际所得税率14.43%，同比提高0.52个百分点。



资料来源：聚源数据，中信建投证券研发部

图3　机械行业上市公司业绩增速

同时，上市公司的资产营运能力也有所下降。前三季度，应收账款和存货周转速度放慢，预计2008年全年周转率分别为5.6和3.12次/年，低于2007年的7.38和4.05次/年；每股经营活动现金流为－0.11元，远低于2007年全年的0.30元，每股净现金流量也只有0.08元，低于2007年的0.39元。

铁路设备、航空制造和轴承景气度较高

一、铁路、矿山设备成长性突出

从成长性指标来看，我们重点关注的13个子行业中，2008年前8个月收入增速和2007年增速相比，大幅提高的有铁路机车制造、采矿设备和飞机制造业；出现较大幅度下降的有纺织设备、石油钻采设备和金属船舶制造业。工程机械、轴承依然保持着较快的增速水平，并且增速略有加快。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国家加大对铁路行业的投资，带动了铁路设备的采购需求增长；世界经济增速下降影响到国内纺织服装业出口，众多长三角、珠三角地区服装加工企业破产倒闭，因此纺织缝制设备需求出现了同比下降。虽然造船和石油钻采设备收入增速出现了下降，但增长速度依然很快，都超过了40%。

表 1 机械重点子行业收入增速

	2006	2007	08M1－2	08M1－5	08M1－8	增速提高
建筑工程用机械	34.00%	47.98%	57.43%	55.55%	49.50%	1.52%
石油钻采专用设备	74.00%	56.61%	50.86%	46.16%	40.52%	－16.09%
采矿、采石设备	35.76%	34.45%	35.07%	41.02%	47.06%	12.61%
纺织专用设备	18.62%	21.99%	5.06%	－0.45%	－3.26%	－25.25%
包装专用机械	26.28%	16.35%	8.68%	20.40%	17.32%	0.97%
拖拉机制造	20.12%	15.57%	9.57%	21.82%	20.07%	4.50%
金属船舶	28.00%	62.12%	71.98%	59.10%	49.56%	－12.56%
铁路机车车辆及动力车组	15.01%	26.44%	44.18%	27.29%	40.76%	14.32%
飞机制造及修理	14.59%	23.74%	27.82%	35.19%	32.14%	8.40%
内燃机及配件	20.79%	25.58%	21.90%	28.50%	26.16%	0.58%
轴承	24.63%	27.07%	28.98%	30.35%	31.92%	4.85%
工业自动化仪表	38.52%	28.67%	19.94%	26.22%	26.08%	－2.59%
金属切削机床	26.46%	28.24%	35.42%	27.01%	26.35%	－1.89%
全行业	27.47%	31.33%	31.38%	32.22%	30.99%	－0.34%

资料来源：机经网，中信建投证券研发部

二、工程机械盈利质量大幅下降

从盈利能力来看，铁路机车（及动车组）、工程机械和轴承毛利率水平有所提高。在钢材等原材料成本大幅上涨的情况下，2008 年前 8 个月铁路机车（及动车组）的毛利率和 2007 年相比提高了 2.01 个百分点，工程机械提高了 1.84 个百分点，轴承提高了 0.89 个百分点；飞机制造业、采矿采石设备和工业仪表毛利率分别下降了 4.93、0.95 和 0.56 个百分点。

但从盈利质量来看，工程机械、纺织设备和仪表利润率同比大幅下降

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3.58、2 和 1.33 个百分点；铁路机车（及动车组）、造船和轴承利润率分别提高 2.33、0.95 和 0.71 个百分点。由于利润率的下降，前 8 个月工程机械行业利润总额仅增长 2.78 个百分点，比 2007 年下降 142.45 个百分点；铁路机车（及动车组）、造船和轴承利润总额增速分别为 133.72%、93.11%和 57.34%，是我们重点关注 13 个机械子行业中利润增速的前三名。

表 2　机械重点子行业利润率

	2006	2007	08M1－2	08M1－5	08M1－8	利润率提高
建筑工程用机械	7.11%	11.49%	8.45%	9.21%	7.90%	－3.58%
石油钻采专用设备	10.45%	10.20%	9.46%	8.23%	9.13%	－1.07%
采矿、采石设备	5.14%	6.41%	4.79%	5.95%	6.06%	－0.35%
纺织专用设备	4.68%	5.71%	3.90%	4.31%	3.71%	－2.00%
包装专用机械	5.84%	6.47%	4.49%	5.23%	5.75%	－0.72%
拖拉机制造	2.64%	3.12%	1.88%	2.85%	2.71%	－0.42%
金属船舶	4.99%	8.74%	7.98%	10.40%	9.69%	0.95%
铁路机车车辆及动力车组	1.43%	2.78%	3.49%	4.60%	5.22%	2.44%
飞机制造及修理	5.72%	5.43%	2.40%	4.40%	4.81%	－0.62%
内燃机及配件	6.25%	6.38%	5.01%	5.52%	5.88%	－0.50%
轴承	5.78%	5.74%	5.85%	6.38%	6.45%	0.71%
工业自动化仪表	10.05%	9.55%	6.78%	8.27%	8.22%	－1.33%
金属切削机床	5.14%	5.95%	5.08%	5.75%	6.20%	0.24%
全行业	5.93%	6.44%	5.41%	5.99%	5.97%	－0.47%

资料来源：机经网，中信建投证券研发部

三、航空制造出口增速快速提高

从出口交货值来看，飞机、拖拉机、铁路设备、工程机械和轴承增速明显加快，纺织设备和仪表出口增速大幅下滑。国内航空制造企业参与国际转包业务增加，前 8 个月出口交货值同比增长 63.50%，增速比 2007 年提高 41.32 个百分点；拖拉机出口交货值增长 59.48%，提高 25.06 个百分点。工程机械持续多年出口增速排名第一，2008 年前 8 个月出口交货值增长 82.41%，比 2007 年提高 12.15 个百分点，增速仍居众多子行业之首。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四、铁路车辆、飞机制造和轴承行业的景气度较高

我们根据2008年前8个月行业历史运行数据，结合下半年宏观经济形势，对行业预测数据进行小幅调整。我们预计2008年整个机械行业收入增长28%（与上次预测相同），利润总额增长25%（低于上次预测2个百分点）；平均毛利率15%（提高0.2个百分点），利润率5.9%（提高0.3个百分点）；出口交货值增长19%（提高1个百分点）；维持对机械行业整体景气度“下降”的判断。

结合关注的13个机械重点子行业的历史表现数据，我们对其2008年运行预测进行简单修改，对其景气度判断分别是：

行业景气度上升：铁路机车和动力车组、飞机制造及修理、轴承行业。

行业景气度下降：工程机械、石油钻采设备、纺织机械、船舶制造、仪器仪表和金属切削机床。行业景气度维持：采矿采石设备、拖拉机维持在较高水平；包装机械、内燃机维持正常水平。

2009年行业压力来自需求

一、原材料成本压力解除

2008年上半年和前3季度，机械行业毛利率持续下降，主要就是源于钢材等原材料价格的大幅上涨。虽然有些机械生产企业提高了产品售价，但不足以弥补成本上升。而且由于采购周期的影响，3季度使用的钢材主要是2季度的采购库存，因此从7月份开始的钢材价格下跌，未使3季度的毛利率受益。预计机械行业4季度毛利率会有所回升。全国主要城市20mm中厚板平均价格，3季度均价比2季度均价下降4.62%；5.5mm热轧板卷3季度均价比2季度下降5.02%。

预计2009年钢材价格处于低位。自2008年7月份以来，钢材价格大幅下跌。目前，20mm中厚板全国平均价在3 510元/吨左右，和6月中旬的最高价相比，下跌幅度达到47%；5.5mm热轧板卷价格最近稍有回升，3 270元/吨的价格和最高时相比，也下跌了45.15%；这两种钢材产品的现在价格已经回到2006年初时的水平。我们预计它们2009年的市场均价在4 300元/吨和3 800元/吨左右，和2008年均价相比，分别下降21.5%和23%左右。

二、需求增长面临压力

国内需求增长存在隐忧。全社会固定资产投资实际增速下降。2008年前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3季度，全社会固定资产投资虽然同比增长了27.6%，高于2007年全年25.8%的增速水平；但考虑到固定资产价格指数上涨因素，实际增速只有14.85%，低于2007年18.9%的实际增速水平。机械主要下游行业投资增速放缓。机械行业的主要下游行业有农业、采矿业、制造业、交通运输业、房地产业等。除了农业、采矿业外，其他行业的固定资产投资正在放缓。采矿业投资增速会有一个较大幅度下降，制造业、房地产业投资增速仍难有起色，存在进一步下降的风险。但我们预计，2009年全社会固定资产投资增速仍会保持一个较高水平，实际增速有望回升。在出口和消费难以带动经济实现较快增长的情况下，国家加大基础设施建设来拉动投资，是现实的经济刺激方案。实施扩张的财政政策和适度宽松的货币政策，国务院发布了扩张内需的十项措施。我们按照21.8%的名义增速和固定资产投资价格指数101（很可能低于100）保守测算（宏观部预测），2009年投资实际增速20.59%，高于2008年约6个百分点。我们预计，2009年机械行业国内需求仍保持一定增长，不过增速很可能低于2008年水平。

出口增速出现较大幅度下降。最新的IMF世界经济展望报告对2009年的全球经济增速进一步下调，从10月份报告预测的3%增速下调到2.2%；主要发达国家从0.3%下调到－0.5%。因此，我们预计2009年机械出口难以保持较高增长。不过我国机械主要出口地区是新兴和发展中国家，而这些地区经济增速虽然也被调低，但仍高达5%左右。我国机械产品的成本优势依然突出，预计2009年全行业出口交货值增长12%左右。

三、预计2009年行业增速在20%左右

在国家出台经济刺激方案的背景下，固定资产投资增速有望保持在较高水平，同时在固定资产投资价格指数大幅下降的预期下，实际投资增速有望高于2008年。同时考虑到出口增速的大幅下降，我们预计2009年机械行业收入增速有望保持在20%左右；低于我们预计的2008年增速约8个百分点。

成本下降有望消除需求增速减缓的影响，行业盈利质量得到提高。由于钢材价格大幅下跌，预计2009年原材料价格会维持相对地位，难以出现2008年上半年的大涨情形；同时，在下游需求增速放缓的情况下，钢材价格下跌也带来产品售价下降的压力。我们按照2008年全行业15%的平均毛利率测算，同时假定钢材成本占比45%、平均价格比2008年下跌20%，机械产品售价下降10%，则2009年行业平均毛利率有望上升到15.56%；在收入增长20%的情况下，主营毛利有望同比增长24.44%。在其他条件不变的情况下，机械产品售价下降5%，则毛利率有望达到20%；收入增长20%，主营毛利增长60%。我们预计2009年行业利润增速有望在25%左右，与2008年持平；成本下降消除了需求减速的不利影响，行业盈利质量提高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

细分行业景气度判断。我们预计 2009 年机械行业整体增速继续减慢，行业景气度继续下降。具体到细分子行业，铁路设备行业景气度仍会上升，包装机械、拖拉机制造保持正常水平，飞机、轴承维持较高景气度，其他子行业景气度继续下降。

表 3　机械重点子行业运行数据预测和景气度判断(2009)

	收入增长	利润增长	毛利率	利润率	出口增长	行业景气度
建筑工程用机械	10%	20%	19.0%	9.5%	10%	下降
石油钻采专用设备	20%	25%	19.0%	9.5%	15%	下降
采矿、采石设备	25%	30%	15.5%	6.5%	20%	下降
纺织专用设备	−10%	−10%	13.0%	3.5%	−10%	下降
包装专用机械	15%	18%	21.0%	6.0%	10%	维持
拖拉机制造	18%	15%	12.0%	3.0%	15%	维持
金属船舶	25%	35%	13.0%	11.0%	25%	下降
铁路机车车辆及动力车组	35%	50%	14.0%	6.0%	15%	上升
飞机制造及修理	25%	30%	19.5%	5.2%	20%	维持
内燃机及配件	20%	25%	15.0%	6.0%	15%	下降
轴承	25%	30%	15.5%	6.8%	20%	维持
工业自动化仪表	15%	15%	19.0%	8.2%	10%	下降
金属切削机床	20%	25%	18.5%	6.8%	15%	下降
全行业	20%	25%	15.5%	6.2%	12%	下降

资料来源：中信建投证券研发部

关注政策变化带来的投资机会

我们认为，2009 年机械行业整体增速仍将下降，不具备整体投资机会，建议重点关注有政策支持效应的子行业，如铁路设备、工程机械、数控机床等。从估值水平来看，目前 15～16 倍的平均市盈率水平基本合理，并已经具备长期投资价值；在未来一个较长时期内，我们预计固定资产投资仍是拉我国动经济增长的主要动力，我国重工业化进程仍将继续，我们看好机械行业的中期发展前景。

一、扩张政策带动铁路设备、工程机械需求

扩张政策对机械行业整体拉动有限，带动作用有待观察。“国十条”的实施，到 2010 年底需投资 4 万亿元。我们认为，这总额达 4 万亿元的政府投资对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机械需求拉动有限。我们按照全社会固定资产投资中用于设备器具类投资额占比一直维持在21%～22%的水平测算，年新增购置设备2 200亿元，与2008年度预计的机械全行业收入8.82万亿相比，带来收入增长2.5个百分点，增长幅度很小。不过，由于政府投资的拉动，地方投资和私人投资的增加无法预测，扩张政策真正对2009年机械行业需求拉动幅度很可能超出我们这个测算比例。如最近地方政府上报的已经确定投资额达到18万亿元，由于不知新增程度和投资建设时间，我们无法对其拉动作用进行测算。

建议重点关注铁路设备和工程机械行业。从扩张政策的实施对象来看，主要是加快民生工程、基础设施、生态环境和灾后重建，其中铁路、公路和机场等重大基础设施建设是投资的重点，从而拉动铁路设备和工程机械产品需求。同时，保障性住房建设、农村水利等基础设施建设、灾后重建，都对工程机械产品有一定的拉动作用(铁路设备投资机会参考深度报告《资金来源有保障 行业迎来高增长》)。

基建投资拉动工程机械收入增长8.75%。我们预计这4万亿元投资中，对铁路设备、公路运输、农田水利、住房重建等行业2009年新增投资分别达到3 000亿、1 000亿、250亿和1 000亿元，合计5 250亿元。我们按照3%的工程机械设备购置比例测算，预计新增需求157.5亿元，相对2008年行业1 800亿元的销售收入来说，预计给2009年需求带来8.75个百分点的增长。

基建投资对工程机械产品的整体拉动在5%左右，预计挖掘机、推土机的增长幅度较大。我们按照新增投资的下游行业对工程机械需求的金额占比进行简单测算，预计对装载机、挖掘机、推土机、混凝土机械和汽车起重机的新增需求分别达到21亿元、30亿元、11.3亿元、33.8亿元和21亿元；我们按照前3季度这些工程机械出口平均单价进行估算，分别新增销量8 400、6 522、1 731、9 926和1 654台(辆)。和我们预计的2008年各自全年销量相比，新增需求带来的销量增长平均在5.29%左右，其中推土机、挖掘机的销量增长较快。

推土机出口有望持平。推土机出口是山推股份销量快速增长的主要贡献力量，虽然普遍预期2009年世界经济增速下降，但从公司出口区域分布来看，主要还是非洲、独联体、东南亚和中东地区等新兴和发展中国家，2009年仍保持约5%的较快增长水平；同时公司正在大力拓展容量很大的美洲和欧洲市场，出口总量有望与2008年持平。

扩张政策熨平周期性下降，份额进一步提升保证国内销量继续增长。从推土机销售的下游行业分布来看，铁路、公路、水利、市政等基础设施建设接近50%，同时，公司目前国内市场实际占有率在48%左右，份额提升还有空间。

对小松山推的依赖下降，维持“买入”评级。小松山推前3季度净利润微增4.42%，主要源于产品未提价和销售体系改变。由于公司自身主营盈利水平的提升，小松贡献的投资收益占公司净利润比重已经下降到25.9%。我们预计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司2008～2010年分别实现每股收益0.76、0.83和0.94元，目标价9.50元。

二、增值税转型有利于机床行业长期发展

增值税转型对当期机械上市公司净利润增加有限。以购买100万元的设备测算，假设固定资产折旧年限为10年、城建税和教育费附加分别为7%和3%、所得税税率25%，对当期的净利润增加：减少的折旧（全转为当期生产成本）贡献17/10 * (1－25%)、少交增值税带来的营业税金减少17 * (7%＋3%) * (1－25%)，共2.55万元（不考虑由于现金流增加减少的资金成本对净利润贡献）；而对以后年度的影响仅限于折旧减少。

增值税转型对新增下游需求短期有限，利在长远。增值税转型有利于得减轻下游行业税收负担，增加现金流，刺激其进行设备投资、技术改造升级。以购买100万元的设备测算，由于增值税转型带来的现金流增加：当年允许抵扣的固定资产进项税额17万元（假设有足够的销项税额用于抵扣）、减少的城建税（以最高比例7%测算）、教育费附加（3%）共1.275万元（所得税率25%），现金流减少：由于折旧减少而在以后年度多交的所得税总和4.25万元（不考虑现值），共增加的现金流为14.025万元。但在整个国民经济增速下降的情况下，下游行业进行设备投资、技术升级的积极性不强，从而对设备的需求有一个时间滞后的问题。从长远来看，在今后经济增速逐渐企稳并处于上升周期时，消费型增值税政策将会起到放大效应，加快企业进行设备升级改造，从而带动机械产品需求快速增长。而且从长远角度来说，对设备进行技术升级最终还得依赖机床水平的提高。虽然从受益时间来看，机床行业要滞后于专用设备的主机制造行业，但从力度和空间上来看，机床行业的提升幅度要大很多；特别是技术含量较高的重型、数控机床。

机床整体需求下降，重型数控机床订单保持高增长。2008年前10个月，金切机床产量53.23万台，增长1.64%，低于2007年11.67%的增速水平。但重型、数控机床增速明显较快，一方面下游行业铁路设备、航空制造等受宏观调控影响较小，另一方面进口占比较大还有替代效应。按照机经网统计，9月底齐二、武重、昆机、齐重等手持订单增速都在40%以上。

产品结构改善提升毛利率。一方面，公司机床业务从2002年的64.76%稳步上升到2008年上半年的76.87%；另一方面，附加值高的落地式铣镗床在机床业务中的占比逐年提高：摆脱竞争较为激烈的卧镗主导机床产品局面，2007年落地镗占比达45.41%，首次超过卧镗。在产品结构不断改善情况下，公司主营毛利率逐年上升。

非机床业务处置不会带来额外损失，未来看结构调整式内涵增长。由于已经对思源智能和自动机器长期投资计提减值准备，预计处置两者股权不会产生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

额外损失。与齐二、武重、汉川等主要竞争对手大幅外延式扩产产能不同，昆明机床未来看点来自于产品结构调整式内涵增长。我们认为，在目前市场情况下，昆明机床先精后大的扩张模式是比较合适的。我们预计 2008～2010 年公司分别实现每股收益 0.63、0.80 和 0.95 元；合理股价 11.50 元，维持“买入”投资评级。

风险因素提示

一、扩张政策实施进度低于预期

国家实施扩张政策、加大基础设施建设力度来扩大内需，从项目规划到真正实施应该有一段时间间隔，到新增设备采购很可能到 2009 年 2 季度或中期以后。如果项目实施进度较慢而低于预期，2009 年对设备的拉动作用可能不明显。

二、外围经济下滑，出口大幅下降

世界经济下滑的时间和深度对国内机械设备出口有很大影响。现在普遍预期 2009 年年底美国经济可能见底，以后进入较长的恢复时期。如果整体经济下滑幅度和持续的时间超过预期，国内机械设备出口会进一步下降。

三、钢材价格反弹

自 7 月份以来的钢材价格下跌，目前很多品种跌幅已经超过 40%，而且基本没有出现过像样的反弹。如果 2009 年钢材价格反弹并处于相对高位，将会减少行业成本下降的空间，从而影响行业盈利能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

铁路:资金有保障 行业迎新高

投资进度加快,投资规模空前

近一个月以来国家加快了铁路项目的投资进度,开工项目的投资额度达到4 312亿元,投资步伐明显加快。我们预计2008～2011年将迎来空前的铁路大投资:其中2008年4 200亿(基本建设3 300亿,机车车辆购置680亿)、2009年7 250亿(6 000亿,1 000亿)、2010年10 800亿元左右(9 000亿,1 500亿)、2011年15 060亿元左右(12 800亿,1 900亿)。

资金来源有保障

2008～2010年,铁路固定资产投资的资金将来自铁道部、银行贷款及债券、社保基金、保险资金以及地方政府的土地折算金等方面。未来随着投资规模的扩大,资金额度要求越来越大,铁道部也可以通过投融资体制的改革来增强其融资能力。

铁路投资加速带来行业景气

未来3年机车车辆购置费平均每年达到1 500亿,行业面临着巨大发展机遇,国内铁路设备拥有量将急剧扩张。预计未来3年行业的收入增速仍可保持在30%左右,维持对行业的增持评级。

受益子行业及上市公司

我们认为,铁路投资的加快主要让两类公司受益:第一,由于当前建设的重点是高铁线路,所以和高铁建设相关的上市公司将首先受益于铁路大投资,主要包括时代新材、晋亿实业和晋西车轴。第二,一批高铁建设竣工或接近尾声,动车组招标在即,生产动车组的公司也将受益,公司主要是中国南车。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

铁路投资投向何方

虽然我国自2005年以来，铁路建设的步伐有所加快，但与经济增长和货运需求增长的速度相比依然滞后，铁路的运能不足至今仍然制约着国民经济的发展。几年来，铁路平均每年新增里程不到2%，这与我国铁路客货运周转量增速年均9%之间的矛盾非常突出。为了缓解这一矛盾和应对当前的国际金融危机，国家批复铁路建设的速度空前加快。2008年后铁路进行跨越式发展，铁路进入大规模投资时期。

一、3.5万亿和4万亿说法的由来以及资金投向

按照国务院批准实施的新调整的《中长期铁路网规划》，到2020年全国铁路营业里程达到12万公里以上（建设规模新线5.7万公里，加上既有线复线扩能和电气化改造，投资规模5万亿元以上），其中规划建设客运专线1.6万公里以上，新线建设4.1万公里，既有线增建二线1.9万公里，既有线电气化2.5万公里，全国铁路复线率和电化率分别达到50%和60%以上；西部地区路网规模5万公里以上。

实际上，本次铁路大投资的投向早在上述《中长期铁路网规划》中就已确定，国务院前不久出台的“重点建设一批客运专线、煤运通道项目和西部干线铁路”政策所针对的项目同样是2004年初《中长期铁路网规划》和2006年铁路“十一五”规划中的内容，并不是为了应对目前经济形势而新增的项目。只不过当前铁路建设步伐加快，以前多年想建而未建的现在纷纷开工，甚至提前开工，这样，虽然具体项目都是早就确定的项目，但建设速度得到了提速，落实到每年的铁路固定资产投资额度也将大规模上升。

大投资的铁路建设项目主要分为三大类：

一是客运专线和城际铁路，到2010年将这类铁路建设规模达到1.6万公里以上。具体项目有京沪高速铁路，北京至石家庄、石家庄至武汉、武汉至广州、哈尔滨至大连等客运专线或城际快轨。这些新线建设完工后，原有的京哈、京广、京沪、陇海等铁路干线可以经过改造后变为以货运为主的铁路线。

二是煤运通道项目，包括包头至西安、太原至中卫（银川）、准格尔至朔州等煤运通道项目，到2010年建设规模达到近1万公里。这些通道建成后，将大幅度提高西煤东运、新疆煤外运、“三西”煤炭直达华中的运输能力，从根本上缓解煤炭运输尤其是电煤运输紧张的状况。

三是西藏、新疆、甘肃等地的资源开发性西部干线铁路项目，具体项目包括

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贵州至广州、南宁至广州、兰州至重庆、和田至喀什等，2010 年建设规模将扩充到 1.5 万公里。

在这三大类项目中，高速铁路（特别是客运专线和城际铁路）是建设的重点，大约占总投资的 60%，目前以高速铁路为重点的客运专线网正在加快推进，预计 2011～2013 年期间，我国主要的客运专线将全线贯通。

根据计算，2004 年～2010 年我国铁路大投资的总额度约为 4.02 万亿元。这其中，2004～2007 年已经获批的新建铁路里程大约有 2 万公里，已完成投资 4730.33 亿元，两者之差即为 2008～2010 年的投资规模，也就是约 3.5 万亿。

二、铁路投资速度明显加快

近来铁路项目的批复速度明显加快。2006 年和 2007 年分别完成 2 075.97 、2 520.7 亿元，均落后于“十一五”规划中的 3 000 亿元年均投资额。2008 年以来铁路投资的速度明显加快，铁路固定资产投资完成 2 117 亿元，同比增加 54%。近一个月来的铁路开工项目更是明显增多，加快了项目的投资进度，开工项目的投资额度达到 4312 亿元。表 1 列出了 2008 年 9 月底以来开工的 11 个重点铁路工程项目。

表 1　2008 年 9 月以来开工的 11 个重点铁路工程项目

开工时间	预计建设时间	铁路项目	起点	终点	投资额度（亿元）	里程（公里）	是否属于十一五规划项目
2008 年 9 月 26 日	6 年	兰渝铁路（客货并重，客车速度 160 公里级）	兰州	重庆	774	820	是
2008 年 10 月 7 日	4 年	京石客运专线（350 公里级）	北京	石家庄	438.7	281	是
2008 年 10 月 8 日	4 年	津秦客运专线（350 公里级）	天津	秦皇岛	338	261	是
2008 年 10 月 13 日	6 年	贵广快速铁路（200 公里级）	贵阳	广州	858	857	是
2008 年 10 月 15 日	4 年半	石武客运专线（350 公里级）	石家庄	武汉	1 167.6	840.7	是
2008 年 10 月 16 日	3 年内	南疆铁路库尔勒至阿克苏二线	库尔勒	阿克苏	51	520	是
2008 年 10 月 16 日	3 年内	兰新铁路电气化改造工程	兰州	乌鲁木齐	110	1580	是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

开工时间	预计建设时间	铁路项目	起点	终点	投资额度（亿元）	里程（公里）	是否属于十一五规划项目
2008 年 10 月 16 日	30 个月	库车至俄霍布拉克铁路	库车	霍布拉克	19.8	92	不明确，运输油气用
2008 年 10 月 16 日	3 年内	乌准铁路五彩湾至将军庙段	五彩湾	将军庙	12	94	是
2008 年 11 月 4 日	1 年半	成都至都江堰（200 公里级）	成都	都江堰	133	72	否，灾后重建项目
2008 年 11 月 9 日	4 年半	宁广铁路（客运为主、客货共线，200 公里级）	南宁	广州	410	577	是
合计		4312	5994.7				

资料来源：中央电视台，中信建投证券研发部

我们认为铁路投资加快的原因是多方面的：从根本原因上看，是因为我国铁路建设长期落后于经济的发展。我国铁路从 1985 年到 2007 年仅增长 21.5%的里程，而同时期中国 GDP 增长了 6 倍多，铁路通车里程增长速度远落后于经济的增长速度。

南方雪灾及国家刺激经济的需要构成外部刺激因素。年初的雪灾使铁路运输遇到严重考验，暴露了落后的铁路运输能力，中国还需要大规模的铁路建设来满足铁路运输需求。铁路投资不仅可以加快完善铁路路网，还会对钢铁、水泥、机械、有色金属、电子电器等行业起到有力的拉动作用，对经济增长的拉动作用非常明显。据统计，铁路投资 1 元钱，可带动 GDP 约 7.5 元。

此外，铁路本身也具有强大的比较优势。铁路具有运能大、能耗低、绿色环保、速度快、占地少等特点，发展铁路运输非常适宜，因此铁路未来发展潜力和空间依然较大。

未来三年的投资规模多大

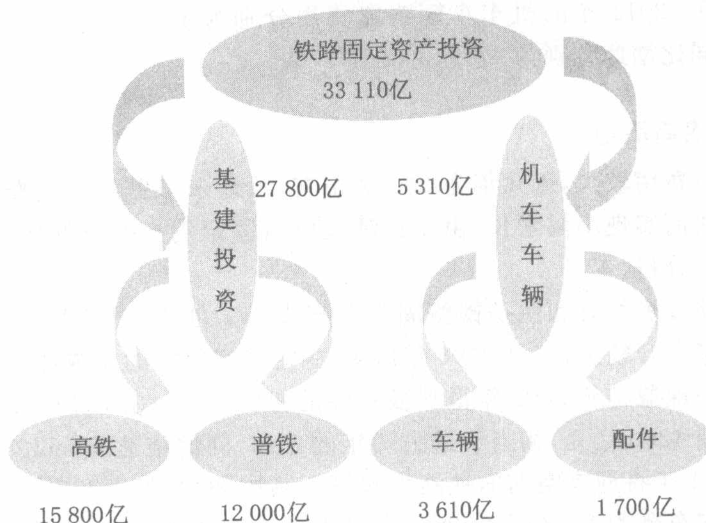
一、未来三年的投资额度是原五年规划的两倍

国家在铁路“十一五”规划中提出了投资目标：基建投资达到 1.25 万亿元，年均投入约 2 500 亿元。此外，用于机车车辆购置的费用大约为 2 500 亿元。这样，“十一五”期间的铁路固定资产投资总额高达 1.5 万亿。

在国际社会遭遇金融危机的宏观背景下，为了扩大内需，2008 年以来，铁

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

路投资速度进一步加快，从图1可以看出，未来三年我国铁路固定资产投资额将达到3.3万亿，比"十一五"的五年规划投资还要高一倍多。我们预计2009～2011年基建投资将达2.78万亿，机车车辆和更新改造费用将达5 310亿元。



资料来源：中信建投证券研发部

图1 投资提速后2009～2011年铁路投资分布

二、对各项目年度投资额度的预测

铁路固定资产投资包括基本建设投资、机车车辆购置费用以及更新改造费用三项构成。

1. 基本建设投资

基本建设投资是铁路固定资产投资中占比最大的一部分，大约为70%。在2005年以前铁路基建投资始终是1 000元以下的规模，且增速较慢。由于2008年4季度基本建设的飞速发展（4季度将完成1 500亿元以上，是前三季度完成的总和），我们预计2008年可完成基本建设投资额约3 300亿元，同比增速为86%；同时我们预计2009～2011年的基本建设投资额分别为6 000亿、9 000亿、12 800亿元。

2. 机车车辆购置费用

机车车辆购置费用约占固定资产投资的20%左右。2004年以来机车车辆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购置费用增速整体上呈现上升的趋势。但2008年由于国家更加重视基本建设的投入，我们预计2008年的机车车辆购置费用为680亿元，同比增长为23%。铁道部发展计划司透露我国未来四年计划安排机车车辆购置投资5 000亿元。我们认为，由于未来四年是前期投入的铁路项目建成投产期，需要购买大批车辆，预计2009～2011年的机车车辆购置费用分别为1 000亿元、1 500亿元、1 900亿元，同比增速分别为47%、50%和27%。

3. 更新改造费用

更新改造费用较少，近几年为200亿左右，预计未来更新改造费用会随着铁路投资加快而实现小幅增长，由于该项投资占固定资产投资的比例较小，我们不展开详细分析。

以上三项投资的总和便是铁路固定资产投资。自2004年以来，铁路固定资产投资增速上升较快，但是2006年以来，固定资产投资的完成额度始终小于规划数。这一现象将从2008年得到根本性的扭转。经计算，2008年固定资产投资额将达到4200亿元，相当于过去两年的总和，同比增速66.62%。我们预计2008～2011年将迎来空前的铁路大投资。其中2008年4 200亿(基本建设3 300亿，机车车辆购置680亿)，2009年7 250亿(基本建设6 000亿，机车车辆购置1 000亿)，2010年10 800亿元左右(基本建设9 000亿，机车车辆购置1 500亿)，2011年15 060亿元左右(基本建设12 800亿，机车车辆购置1 900亿)。

表2　2008～2011年各项投资额度预测(单位:亿元)

	基本建设投资	机车车辆购置费用	更新改造费用	固定资产投资
2008E	3 300	680	220.0	4 200.0
2009E	6 000	1 000	250.0	7 250.0
2010E	9 000	1 500	300.0	10 800.0
2011E	12 800	1 900	360.0	15 060.0
合计	31 100	5 080	1130	37 310

资料来源:中信建投研究发展部

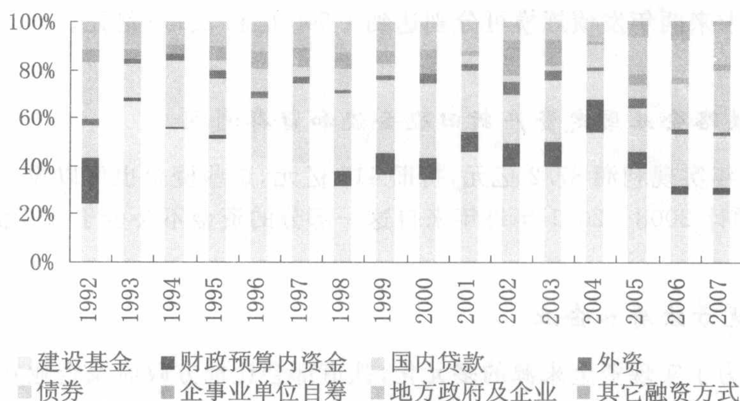
钱从哪里来

一、铁路建设资金来源

铁路投资额度巨大，是否能筹措到足额资金是保证铁路建设和行业发展的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前提和根本所在，经过分析，我们认为2011年前的铁路建设资金有保证。2008～2010年，每年的固定资产投资将达到几千亿甚至上万亿元的规模，这部分资金将来自铁道部、银行贷款及债券、社保基金、保险资金以及地方政府的土地折算金等方面。



资料来源：发改委，中信建投证券研发部

图2　我国铁路资金各种来源的比重

二、铁路建设基金

铁路建设基金是国家为了缓解铁路资金短缺的矛盾，加速铁路建设，经国务院批准开征的，用于铁路建设的专项资金。铁路建设基金是铁路向社会提供货运量，在收取运费的同时按规定的费率向货主征收的。2007年我国征收的税后铁路建设基金达到533.51亿元，同比增速14.21%，我们预计2010年铁路建设基金将达到860亿元左右。

三、银行借款

我国铁路资产负债率约为40%，处在较低的水平，而铁路发达国家的铁路资产负债率一般为60%以上。2007年，铁路方面通过国内外银行贷款筹措资金771.27亿元，同比增长18.60%。我们认为，在目前铁路资产负债率还比较低的情况下，借款额度尚有提升空间，预计2009年通过银行借款可筹措3 000亿资金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四、企业债券

铁路债券、中期票据和短融券等融资。2006 年以来，铁路债券额度越来越大，2006 年发行了 400 亿，2007 年发行了 600 亿，2008 年预计可达到 1 100 亿，保守估计未来两年发债规模可分别达到 1 500 亿和 2 000 亿元。

五、铁路企业固定资产折旧现金流和留存利润

2007 年实现利润 87.2 亿元，折旧 410 亿元，这些资金也可以投入到铁路建设中去，预计 2008～2011 年每年来自这一部分的资金不会少于 500 亿元。

六、地方政府和企业

未来为了实现资金来源的多元化，铁道部会让地方政府及企业在铁路项目中占有更大的投资比例。目前，铁道部已经与 31 个省、市、自治区政府签订了加快铁路建设的战略合作协议，吸引地方政府投资铁路建设，扩大合资建路规模，改变铁路建设仅靠中央政府投资的局面。

此外，铁道部的资金来源还有国家预算内资金（大约 60 亿元每年）、外资以及企事业单位自筹等来源。不考虑国债、外资等因素，只计算上述五部分资金的来源，2008～2010 年铁道部的资金来源合计如表 3 所求。

表 3　未来投入资金和资金来源比较（单位：亿元）

	固定资产投资额	资金来源
2008E	4 200.0	3 740
2009E	7 250.0	7 000
2010E	10 800.0	10 560

资料来源：中信建投证券研发部

通过上述分析，可以看出在 2010 年前，铁路建设的资金是比较充裕的。2005～2007 年铁道部资金来源合计分别为 1 267.71 亿元、1 994.66 亿元和 2 456.58 亿元，2008 年以后将超过 3 000 亿元。可以乐观地预期，只要铁路投融资思路清晰、措施到位，“钱从哪里来”在 2010 年之前将不会成为铁路跨越式发展的难题。即使未来随着投资规模的扩大，资金额度要求越来越高，铁道部也可以通过投融资体制的改革增强其融资能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

铁路设备需求加大

一、带动铁路设备需求大幅度上升

未来 3 年，由于建成的客运专线需要大批动车组，用于货运的旧线需要大批货车，所以我国铁路设备市场仍处于高速发展期，市场需求旺盛。总体来看，我国铁路机车车辆仍存在供应不足的现象。到 2010 年，将有 1 000 列左右的动车组和 1 500 台以上的大功率机车装备中国铁路，覆盖主要干线，货车也将实现全面更新换代。预计从目前到 2010 年间，铁路机车、客车、货车的购置量和保有量都将有较大增长，市场总体看好。

按照 20%左右的铁路投资份额用于铁路设备购置和更新改造相应配件计算，从 2006～2010 年，每年将有 500 亿用于更新铁路设备及购买车辆，我们预计，这只是初期的计划，实际的投资额将大于此数，2007 年的实际投资额就印证了我们这一判断。固定资产投资大幅增加，必然带动铁路设备需求大幅度上升。

二、铁路进入投产期后迎来车辆购置高峰

从产业周期来看，铁路基础建设一般为 4 年左右，如今第一批的铁路基础建设已接近尾声，机车车辆等铁路设备的需求 2008 年起将步入高增长期。我们预计，未来三年机车车辆购置费平均每年投资 1 500 多亿，行业面临着巨大发展机遇，国内铁路设备拥有量亟待扩张。预计到 2010 年机车、客车、货车的保有量将分别达到 1.9 万辆、4.5 万辆和 70 万辆，在"十一五"期间，新增大功率机车、动车组和高速重载货车分别为 1421 台、675 组、15 2 000 辆。

表 4 "十一五"期间铁路设备需求

	2006 年需求	"十一五"期间需求	2007～2010 年新增需求
大功率机车(台)	79	1 500	1 421
动车组(组)	25	700	675
高速重载货车(辆)	378 000	530 000	152 000

资料来源：中信建投证券研发部

三、对行业未来的总体判断

(1)机车车辆购置费用未来三年平均在 1 500 亿元左右，行业面临着巨大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发展机遇。

(2)面向高铁的高技术产品国产化力度加大，高毛利率的产品开始逐步推向市场；此外，行业定价机制使行业在原材料价格持续下降的环境中受益，毛利率仍有提升空间。

(3)目前行业处在销售增收、高价原材料即将用尽，未来产品毛利率仍会稳中略升。预计未来三年行业收入增速仍可保持在30%以上，利润总额的增速约50%以上。

行业看点及投资机会

一、看点在于高铁建设和新兴业务

铁路设备行业的看点在于如下三个方面：

(1)高铁建设。“十一五”期间，我国将建成世界最大规模的高速铁路网，初步建成全长近两万公里，覆盖全国大部分地区的快速铁路客运网。高铁是国家对铁路投资的重点，产品和高铁相关的上市公司必定能分享到铁路投资带来的盛宴，比如中国南车、时代新材和晋西车轴。

(2)城市轨道交通带来业绩增长的新机遇。近年来，随着城市化的快速推进，我国城市轨道交通网络建设快速发展，目前已有北京、上海、广州、深圳等10个城市拥有已建成的轨道交通线路，而规划建设轨道交通网络的城市达25个。我国规划建设的城市轨道交通网络总里程已达5 000公里，总投资估算超过8 000亿元。南车、北车的城轨地铁生产厂家及晋西车轴将受益明显。

(3)北车集团的整体上市。北车集团核心资产集中在齐车、长客股份，分别从事机车和客车的制造。南北车集团在国家“市场换技术”的政策支持下，对动车组和大功率机车市场形成了垄断，是铁路投资增速的最大受益者。北车集团谋求整体上市，将成为市场热点之一。

铁路建设的投资将是拉动经济增长的重要亮点之一，在未来很长的一段时间内，随着铁路投资力度加大，铁路设备行业也将迎来发展黄金期。维持对行业的增持评级。

二、投资机会

我们认为，铁路投资的加快主要让两类公司受益：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一，由于当前建设的重点是高铁线路，所以和高铁基本建设相关的上市公司将首先受益于铁路大投资。主要包括生产铁路桥梁支座的时代新材和生产铁路紧固件的晋亿实业。

第二，一批高铁建设竣工或接近尾声，动车组招标在即，生产高铁用车（包括整车和配件）的公司也将受益。相关公司主要是中国南车和晋西车轴。

表 5 铁路设备业上市公司业绩比较

股票名称	每股收益				PE		
	2008 年 EPS	2009 年 EPS	2010 年 EPS	11 月 24 日股价	2008 年 PE	2009 年 PE	2010 年 PE
天马股份	1.78	2.34	3.26	42.9	24.10	18.33	13.16
时代新材	0.27	0.39	0.57	9.78	36.22	25.08	17.16
晋西车轴	0.56	0.76	0.94	17.81	31.80	23.43	18.95
北方创业	0.23	0.35	0.41	7.25	31.52	20.71	17.68
晋亿实业	0.17	0.23	0.34	5.61	33.00	24.39	16.50
平均		31.33	22.39	16.69			

资料来源：中信建投证券研发部（股价以 2008 年 11 月 24 日收盘价计算）

一、时代新材：2009 年仍将保持高增长

1. 经营业绩实现稳步增长

弹性元件主要应用在机车车辆和客运专线上，在机车、客车、货车市场上的占有率分别是 80%、50%、10%。预计未来三年弹性元件业务可保持 30%以上增速。桥梁支座新基地目前已基本建成，预计扩产后每年可贡献 5 亿元收入。

2. 下半年收入和利润有望保持高增长

下半年京沪高铁桥梁支座将开始招标，公司的桥梁支座产品的国内市场占有率高，有望在京沪高铁标的中获得较大的份额；轨道减震器产品也在深圳和上海地铁中取得市场突破并有所出口收入和净利润仍有望保持高增长。

3. 盈利预测和评级

预计公司 2008、2009 年分别实现收入 10.25 亿和 13.45 亿元，实现每股收益 0.27 和 0.39 元。维持“买入”评级。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、中国南车：未来看点在于动车组和城轨地铁业务

1. 三大传统业务市场占有率接近 50%

机车业务收入约占公司总收入的 25%。考虑到高速重载机车的单价较高，我们预计公司 2008 年可销售新造机车 400 台以上，实现 100 亿元的业务收入。客车业务的市场需求量有所萎缩，产能约为 1 500 辆，预计未来 3 年，每年机车可销售客车 600～700 辆左右。货车业务是收入占比最大的一项业务，收入占比基本在 30%以上。在高速客运线建成规模后，线路将实现客货分离，可能会带来货车的新一轮需求。我们预计未来 3 年，每年可销售货车 15 000 辆以上。

2. 未来看点在于动车组和城轨地铁业务

公司手握订单 900 亿元左右，其中机车、动车组和城轨地铁等主要产品的订单分别为 448 亿、161 亿和 150 亿元，订单非常充足。

公司未来看点在于动车组和城轨地铁业务。公司动车组产能约为 55 列，该业务近三年收入的年复合增长率为 502.08%。未来三年将是动车组需求的高峰。城轨及地铁业务未来也进入快速发展期，公司是我国最大的城轨地铁车辆制造商，近三年该业务收入的年复合增长率为 18.29%。

3. 估值和投资建议

由于中报公布的机车业务增长超出我们此前预期，毛利率也得到了大幅提升，我们对盈利预测做了调整。我们预测公司 2008、2009 年营业收入分别为 377.79 亿、448.21 亿；净利润分别为 19.66 亿元、24.45 亿元。按照超额配售后的总股本摊薄，08、09 年的 EPS 分别为 0.13 元、0.17 元。虽然我们对公司的发展前景看好，认为公司未来具有确定性的增长，但目前股价已基本反映其价值，维持中性投资评级。

风险分析

行业风险主要集中在铁道部招标采购订单的不确定性、出口汇率波动和钢材等原材料价格的波动等不确定因素。

一、国内市场风险

相关上市公司产能扩张明显。但国内铁路设备市场主要集中在铁道部下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

属的车辆厂，这些厂家受到行业保护，短期内行政性非市场因素难以彻底根除，所以进一步拓展国内市场的难度很大。虽然铁路设备需求长期看好，但如果铁道部车辆购置计划发生改变或者调整，则会对相关公司业绩产生很大的影响。

二、汇率变动的风险

市场预期人民币将持续升值。人民币汇率不断上升，减弱了外贸型公司的产品在国际市场上的价格优势，如晋亿实业的紧固件和晋西车轴的火车轴等。

三、原材料价格稳步提高，产品价格提升滞后

铁路设备行业的原材料主要是各种钢材，购买钢材费用约占总成本的70%，钢材价格波动对行业毛利影响非常敏感。而在产品定价方面，由铁道部采取平衡策略对订单进行分配，所以生产企业没有能力控制产品的最终价格。但是，铁道部也会考虑同期原材料价格的变动情况而适当变动招标价格，给各企业一定的利润空间。尽管如此，价格的变动还是有明显的滞后性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

钢铁:景气下行 关注交易性机会

仍处于长期景气周期内

我们对中国宏观经济将在未来相当长时间内保持快速增长的判断奠定了我们对钢铁行业长期景气的信心，未来钢铁行业的发展关键在于行业的兼并重组的进展以及能否实现产业技术升级。

目前估值比较合理，中长期建仓需等待机会

目前很多钢铁上市公司的PB水平低于1倍，吨钢市场价值也已经低于或接近新建钢厂吨钢成本，我们认为目前大部分钢铁类上市公司安全边际较高，已经进入了适合长期价值投资的区间。但是只有宏观经济发出了明确好转的信号，才是可以进行中长期投资的建仓的机会。

维持“中性”评级

依然维持对钢铁行业的“中性”评级。2009年钢铁行业已经没有趋势性的投资机会，但是交易性机会依然存在，可以配置武钢、宝钢、鞍钢作为主要品种，另外可以关注有被并购可能的投资品种，如包钢、新钢等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

宏观经济形势决定钢铁行业景气度

一、中长期:工业化、城镇化进程决定钢铁行业的长期景气

从衡量一个国家经济发展水平的工业化和城镇化水平看,目前我国仅处在工业化中期,城镇化率的水平同发达国家相比有较大的差距,对此我们有一个基本的判断就是中国的经济仍将在较长一段时间内保持快速增长。而经济的快速增长、工业化水平的提高、城镇化率的上升都将带来钢材消费的提升,因此中长期来说我国钢铁工业的发展空间仍然很大,行业长期景气的趋势并没有改变。

我们对中国宏观经济将在未来相当长时间内保持快速增长的判断奠定了我们对钢铁行业长期景气的信心,未来钢铁行业的发展关键在于行业的兼并重组的进展以及能否实现产业技术升级。

二、短期:宏观经济下行拖累钢铁行业进入调整期

2008 年美国次贷危机全面爆发,并逐渐向实体经济蔓延,拖累美国以及世界经济急速下行,美联储预计,08 年美国经济增长速度仅 0.3%~1.2%,失业率将达到 5.5%~5.7%。目前的形势发展表明,次贷危机的影响远没有结束,有可能持续到 2009 年甚至更长时间。

表 1　全球主要地区经济增长预测

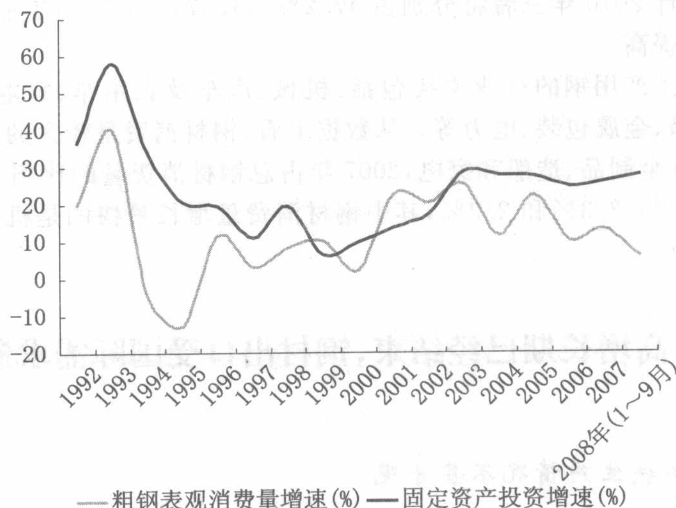
			当地机构		IMF		摩根斯坦利	
	2006 年	2007 年	2008E	2009E	2008E	2009E	2008E	2009E
全球	5.10%	5.00%	2.70%	1.00%	3.70%	2.20%	—	—
美国	2.80%	2.00%	1.30%	2.40%	1.40%	−0.30%	1.30%	−1.30%
欧洲	2.80%	2.60%	1.20%	0.10%	1.20%	−0.50%	—	—
日本	2.40%	2.10%	0.10%	0.60%	0.50%	−0.20%	0.40%	−1%
新兴国家	7.90%	8.00%	—	—	6.50%	5.10%	—	—
中国	11.60%	11.90%	—	—	9.70%	8.50%	9.8%	8.2%

注:当地机构预测栏中,全球为世界银行预测,美国为美联储预测,欧洲为欧盟委员会预测,日本为日本银行预测

资料来源:Bloomberg IMF,中信建投证券研发部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我国钢材消费量的增速受到宏观经济各方面的影响，一方面固定资产投资实际增速的小幅增长对钢材消费起到了支撑作用，另一方面 2009 年宏观经济相比 2008 年会进一步向下调整，尤其是出口和消费的下滑会直接拖累汽车、家电等下游行业形势的恶化，因此也将带来下游需求的萎缩、钢价下跌等诸多不利影响。我们认为短期来看钢铁行业景气度受宏观的影响会进一步下滑，而且这个趋势可能会延续到 2010 年。



资料来源：国家统计局，中国钢铁工业协会，中信建投证券研发部

图 1　我国粗钢表观消费量增速与固定资产投资增速比较

下游需求形势堪忧，行业面临巨大压力

钢铁行业的下游需求从 2008 年上半年的旺盛到下半年的骤冷，其变化之迅速几乎令所有人都措手不及，而在 2009 年宏观经济增长继续下滑的情况下，许多下游行业的需求也会随之降低，其实从我国粗钢的表观消费量来看，2008 年 1～9 月同比增长仅有 8.64%，进入了下降同道，我们预计 2009 年的增长会更低，仅有 3%左右。

实际上钢材需求的测算相当复杂，因为钢材应用的领域极广，牵扯的下游行业也很多，即使一种行业所使用的钢材种类也很多，数量不易详细计算，这里我们只想对一些主要下游行业的钢材需求做一个大致的分析，从而对 2009 年钢材的需求量做一个方向性的判断。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、我国钢材下游消费结构

我国钢材消费集中于建筑用钢、工业生产用钢和交通运输业用钢三大类，2007年这三类钢材消费约占全国总钢材消费量(扣除重复材之后的消费量)的92.45%。预计2010年将占91.78%。其中建筑业(不包括交通、石油管线、海洋工程)2007年约占全国总消费量的49.4%，工业约占36.86%，交通运输业占4.9%，预计2010年三者将分别占47.2%、41.57%、4.0%，工业生产用钢将有较大幅度提高。

工业生产用钢的行业主要包括：机械、汽车及农用车、家电、造船、五金制品、集装箱、金属包装、电力等。从数据上看，钢材消费量较大的是机械、汽车及农用车、五金制品、造船和家电，2007年占总钢材消费量的比例分别为18.0%、7.3%、3.3%、2.3%和2.3%，其中钢材消费量增长最快的是机械、汽车及农用车、造船业。

高增长期已经结束，钢材出口受国际需求制约

一、钢铁生产情况不甚乐观

2008年9月份以后由于国际金融危机的加剧，国内外对钢材需求下降，另外钢价的下跌也使得许多下游厂商及贸易商持币观望，进而造成需求的急剧萎缩，引起钢价的大幅下滑，各大钢厂被迫纷纷减产，10月份国内粗钢产量仅3590万吨，同比下降16.97%，环比下降了9.38%；全球粗钢产量仅1.01亿吨，同比下降12.0%，环比下降了6.8%。

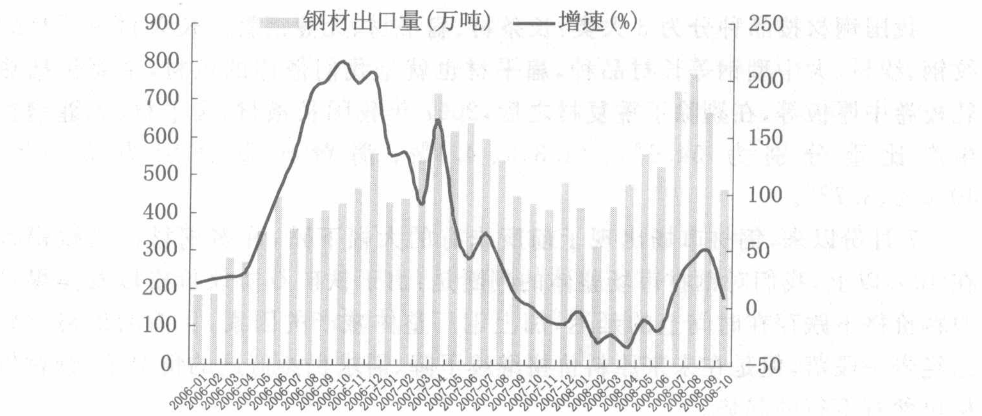
我们认为只有在宏观经济形势稳定之后，下游行业重拾信心，钢厂的生产才能恢复正常，而从目前的形势看，比较差的情况至少持续到2009年1季度，2季度之后形势能否好转还得看宏观经济的情况，我们对2009年全年的总体形势不持乐观态度。

二、国际需求决定钢材出口情况

在目前国际需求大幅下滑，国际钢材市场价格不断下跌，国内外钢材价差不断缩小的形势下，我们其实对2009年的钢材出口也不甚乐观，10月份钢材出口数量出现大幅下滑已经说明了国际需求的萎缩，从钢材价格方面看，国内外钢材平均价差从10月中旬的300～400美元/吨降低11月21日的约200美元/吨，我们认为对09年国际钢材市场价格还要进一步下滑，而相比之下国内

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场钢材价格下降空间已经不大，这样就会进一步降低国内外钢材价差，即使钢材出口关税下调，未来钢材出口情况一样面临比较严峻的局势。



资料来源：国家海关总署，中信建投证券研发部

图 2 我国钢材月出口情况

三、对 2009 年钢铁行业产量、出口、需求的预测

将我们对 2009 年钢铁行业生产、出口、需求的数据做一个简单汇总（见表 2）。

表 2 2009 年钢铁行业产量、出口、需求数据预测表

	2007 年	增速	2008 年 1～10 月	增速	2008 年 E	增速	2009 年 E	增速
粗钢表观消费量（万吨）	43 486.4	13.1%	38 445.8	5.7%	45 351.5	4.3%	46 497.0	3.0%
钢坯出口量（万吨）	642.6	−28.9%	124.0	−79.8%	144.0	−77.6%	120.0	−16.7%
钢坯进口量（万吨）	24.2	−34.5%	15.9	−16.2%	18.0	−25.7%	12.0	−33.3%
粗钢产量（万吨）	48 924.1	15.7%	42 728.8	3.9%	49 800.0	1.8%	50 500.0	1.4%
钢材表观消费量（万吨）	51 882.5	17.3%	44 824.9	6.4%	52 950.0	2.1%	54 400.0	2.7%
钢材出口量（万吨）	6 264.6	45.7%	5 310.2	−1.1%	6 100.0	−2.6%	5 500.0	−9.8%
钢材进口量（万吨）	1 686.3	−8.9%	1 344.0	−5.2%	1 550.0	−8.1%	1 400.0	−9.7%
钢材产量（万吨）	56 460.8	22.7%	48 791.1	5.9%	57 500.0	1.8%	58 500.0	1.7%

资料来源：中信建投证券公司研发部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

钢材价格为供需关系之观照

我国钢材按品种分为3大类:长条材、扁平材、无缝钢管。长条材主要是螺纹钢、线材、大中型钢等长材品种,扁平材也就是我们俗称的板材,主要包括热轧板卷中厚板等,在剔除了重复材之后,2007年我国长条材、扁平材、无缝钢管生产比重分别为54.6%、41.3%、4.1%;消费比重分别为55.7%、40.6%、3.7%。

7月份以来,钢材市场出现了前所未有的大幅下跌,许多钢材价格跌幅都在40%以上,我们对钢材市场整体的判断是:由于铁矿石协议价格以及焦煤等原料价格下跌存在时间上的延迟,加上钢厂整体减产的因素,目前的价格下跌已经告一段落,但是在未来原料价格继续下降、需求仍然低迷的情况下,钢材价格仍然有下行的趋势。

一、螺纹钢和线材

螺纹钢和线材主要用于建筑上,是我国产量最大的两种钢材,产能分散且难以统计。从目前行业的发展趋势来看,作为建筑钢材主要品种的螺纹钢和线材由于产品同质化严重、技术含量低,使得生产成本成为决定其竞争力的核心因素。由于这一特点,民营中小企业在这两种产品的生产中具有天然的优势,目前我国大型钢铁企业已开始逐步淡出这一生产领域而转向板带材的生产,导致螺纹钢和线材的产量增长持续降低。

我们认为螺纹钢和线材的生产和需求特性使得其市场价格为成本决定型,2009年随着原料成本的降低,螺纹钢线材的价格仍有进一步下降的空间。

二、中厚板

中厚板主要应用于机械、造船、压力容器、石油石化等行业。近几年由于中厚板下游行业迅速发展,对中厚板需求旺盛,产能增长相对缓慢,市场价格持续上涨。这种情况也使得各主要钢厂加大了对中厚板生产线的投入,一方面不断对旧的轧机生产线进行改造以扩大产能;一方面新建了一批具有国际先进水平的宽厚板生产线,来满足市场不断增长的需求。

根据我们掌握的全国新建和在建中厚板项目的数据,2009年将有近1 360万吨新建产能集中投产。由于从投产到达产需要半年以上的时间,所以产能增长真正开始对中厚板市场造成冲击应该在2009年4季度以后。由于2009年下游行业的需求刚性较大,我们认为从全年来看,中厚板产品的市场表现应该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

强于热冷轧产品，盈利能力也较强。但是我们要警惕2009年末大量产能集中释放给中厚板市场带来的冲击。

三、热冷轧板卷：产能增长过快，难有较好表现

我国热轧板卷产品最大的问题就是产能过大。据不完全统计，截至2008年上半年，我国已建成和正在建设的连铸连轧宽带钢轧机共计11套，设计产能2 620万吨；常规热轧宽带钢轧机共计59套，设计产能1.93亿吨，这还不包括已经开展前期设计并已经获得批准的项目，如湛江和防城港项目。2010年以后我国热轧生产线保有数量将在80条以上。产能的快速增长对国内热轧板卷市场简直是一场灾难，尤其是在目前需求低迷的状况之下。

由于多数热轧项目后续都有冷轧及涂镀项目跟上，所以我国冷轧及涂镀板产能也迅速增长，在目前汽车业及家电业等主要下游行业景气低迷的情况下，冷轧板及涂镀板的市场状况也不乐观，另外许多企业都是初次涉足冷轧产品，所掌握的技术和工艺水平都难以在短时间内使得产品档次和成材率达到生产线设计要求，导致长时间内亏损或者仅能维持低毛利率，不能获得技术升级带来的效益提升。

我们认为2009年热冷轧产能的急速扩张使得热冷轧板卷产品市场将长期低迷，只有那些在技术和工艺上获得快速突破的公司能获得较高受益，绝大部分生产商面临的境况只能是低毛利率甚至亏损。

原料价格回归是行业盈利能力恢复的前提

2008年铁矿石、焦炭、焦煤等原料市场经历了大起大落，但是相对于钢材市场，原料价格的下跌有一定的延迟，像焦煤价格下跌的幅度相对较小，我们认为后期原料价格有进一步下降的空间，届时钢铁行业盈利能力才能有所恢复。

按11月20日的海运费计算，折合成人民币的澳洲和巴西长期协议矿到岸含税价格分别为704元/吨和648元/吨，已经和国内铁矿石价格接近，如果算上国内运费、港杂费、装卸费等费用，长期协议矿已经不具备任何价格优势。

从2008年1月1日起我国进口矿增值税率由13%上调为17%，在目前国内现货矿价格相对便宜、钢厂经营举步维艰的情况下，对进口矿无疑一个打击，从供需情况、钢厂经营情况分析，进口协议矿价格有下跌的需求，我们认为在2009年现货矿价格有进一步下跌趋势的情况下，长期协议矿的价格的跌幅只有在25%以上才较为合理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3 部分长期协议矿价格

品种	基价(美元/干吨度)	单价(美元/吨)
力拓混合粉 HIBF	1.388 8	84.72
力拓混合块 HIBL	1.966 6	122.91
BHP 纽曼粉	1.446 7	91.58
BHP 纽曼块	2.017 0	130.50
CVRD 精矿粉 SCT	1.154 0	77.32
CVRD 标准烧结粉 SSF	1.189 7	76.14
CVRD 球团	2.135 8	138.83

注：长期协议矿到岸价格按当月汇率折合成人民币计价，增值税按 13%税率计算
资料来源：中国钢铁工业协会，中信建投证券研发部

钢铁行业估值和投资策略建议

进入价值投资区间，静待中长期建仓机会

从目前的市场估值水平来看，钢铁行业整体的 PB 水平仅 1.06 倍左右，基本为近 10 年来的最低水平，很多钢铁上市公司的 PB 水平低于 1 倍，我们认为目前大部分钢铁类上市公司安全边际较高，已经进入了适合长期价值投资的区间。

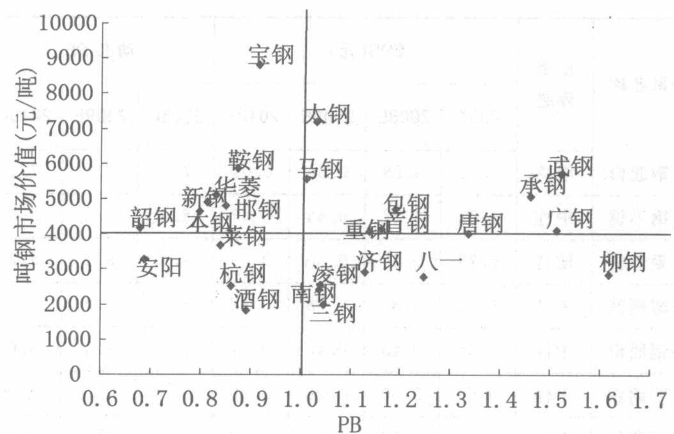
我们再从“吨钢市场价值”来考量钢铁类上市公司的投资价值，以 2007 年新建联合钢厂平均吨钢成本约 4 000 元/吨为标准，可以发现很多钢铁类上市公司的吨钢市场价值已经低于或接近这一标准，我们认为吨钢市场价值低的公司，安全边际相对较高，并且已经开始具有了潜在的并购价值。

但是受宏观经济和行业景气下行的影响，钢铁行业会在今后相当长一段时间内会维持低 PB 的状态，所以我们并不认为目前是一个合适的投资时机，我们对 2009 年钢铁行业的整体判断是 2009 年 1 季度是全年最差的一个季度，二季度以后国际铁矿石协议价格的下跌以及上游原料价格的进一步下跌，钢厂的盈利会有所恢复，但是不会出现景气的反转，只有宏观经济发出了明确好转的信号，才是可以进行中长期投资的建仓的机会。

2009 年投资策略：把握交易性机会，关注兼并重组概念

2009 年钢铁行业已经没有趋势性的投资机会，但是交易性机会依然存在，形成交易性机会有一定的基本面前提，我们认为主要有以下 3 点：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：WIND资讯，上市公司报告，中信建投证券研发部

图3 主要钢厂吨钢市场价值

(1)铁矿石及焦煤等原料价格的探底；
(2)钢厂库存的消化，数量减少接近正常水平；
(3)钢材价格的企稳、市场信心的恢复。

我们认为只有以上3个条件同时满足，才是确定可以把握的交易性机会。

在品种选择上，我们认为龙头公司对行业周期性抵御能力较强，可以配置武钢、宝钢、鞍钢作为主要品种，另外可以关注有被并购可能的投资品种，如包钢、新钢等。

三、维持对行业的"中性"评级

目前来看宏观经济继续下行探底的趋势并没有改变，2009年钢铁行业将在行业景气度向下过程中蹒跚而行，我们依然维持对钢铁行业的"中性"评级。

我们对重点跟踪的上市公司2008～2010年的盈利预测如下：

表4 重点上市公司盈利预测

股票代码	公司名称	投资评级	EPS(元)				动态PE			每股净资产(2008年Q3)	PB
			2007	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E		
600005	武钢股份	买入	0.83	0.96	0.92	1.03	6.0	6.3	5.6	3.78	1.5
000898	鞍钢股份	增持	1.12	1.15	1.10	1.20	6.1	6.4	5.9	8.07	0.9

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

股票代码	公司名称	投资评级	EPS(元)				动态 PE			每股净资产(2008年 Q3)	PB
			2007	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E		
600019	宝钢股份	增持	0.73	0.68	0.66	0.69	7.5	7.8	7.4	5.60	0.9
000825	太钢不锈	中性	1.23	0.47	0.43	0.46	8.4	9.2	8.6	3.84	1.0
000932	华菱钢铁	增持	0.73	0.52	0.50	0.55	8.6	9.0	8.2	5.40	0.8
600022	济南钢铁	中性	1.02	0.82	0.78	0.82	6.3	6.6	6.3	4.57	1.1
600808	马钢股份	中性	0.35	0.43	0.40	0.44	8.8	9.4	8.6	3.72	1.0
600569	安阳钢铁	中性	0.54	0.30	0.26	0.29	10.4	12.0	10.8	4.55	0.7
600010	包钢股份	中性	0.36	0.18	0.16	0.17	15.1	17.0	16.0	2.29	1.2

注：PE、PB 以 2008 年 11 月 20 日股价计算

资料来源：上市公司财务报表，中信建投证券研发部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

汽车制造：内外需求萎靡，亮点乏善可陈

全球金融危机拖累中国汽车出口

在全球金融危机影响下国际汽车需求萎缩，中国对发达国家的整车出口和对欠发达国家的零部件出口增速大幅下滑。我们预计中国汽车出口增速可能在2009年第1季度达到低谷后有所反弹，预计2009年整车和零部件出口金额同比下降15%、20%左右。

子行业需求全面萎靡

轿车行业2009年销量增速下滑幅度依赖于刺激内需政策实施力度；重卡行业销量将负增长，EGR国3重卡竞争白热化拉低价格中枢；2009年多重挤出效应下公交客车快速增长难以持续，使得客车行业“防御性子行业”风光不再；

原材料成本下降难阻毛利率下滑

以汽车钢材为主的原材料在2008年跌至近年来新低，而2009年降价空间有限；同时需求的全面下滑带来从乘用车到商用车价格指数下降，行业毛利率仍将进一步走低；

汽车行业估值基本合理

从纵向比较，A股汽车行业PE、PB已下降至本世纪最低水平，其对沪深300指数的估值折让也创新低；横向比较，估值水平与国际重点汽车股估值已相差不大，A股汽车行业估值已趋于合理。

行业投资策略：跟随政策节奏，挖掘资产重组

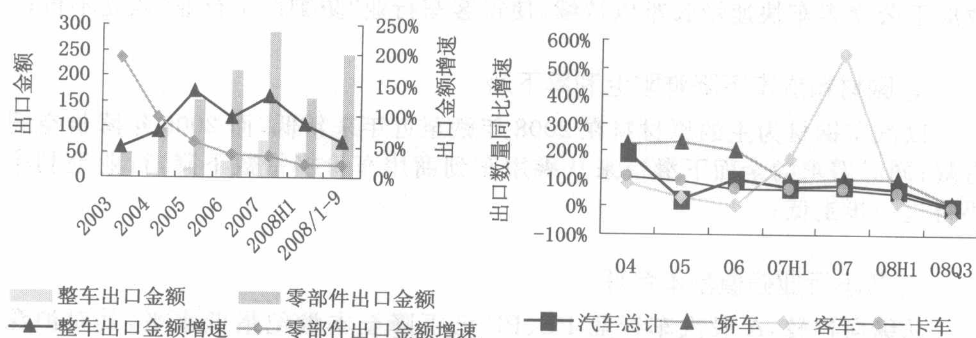
尽管汽车行业估值已趋于合理，但在明显的宏观经济和行业下行周期中，汽车行业基本只有阶段性和题材性投资机会。阶段性机会来自于超预期的重大政策出台带来的市场波动，而题材性投资机会在于挖掘资产重组。建议投资者重点关注具有整体上市预期的一汽轿车、长安汽车，新中航资产整合下资产注入预期的贵航股份，具有并购价值的长丰汽车、金龙汽车，以及三龙股权整合的金龙汽车等，并维持对一汽轿车、贵航股份的增持评级。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全球金融危机拖累中国汽车出口

持续多年的高速增长的中国汽车行业出口在面临全球金融危机时遇到了严峻的挑战(图 1)。2008 年前 3 季度中国整车、零部件出口金额分别为 75.99 亿美元和 241.79 亿美元，同比增速分别为 58.54%和 19.32%，相对于 2007 年同期 103.26%和 33.31%的同比增速出现了大幅回落。

全球金融危机对国内汽车出口的影响一方面在美欧等发达地区金融危机下汽车消费信贷紧缩后整车销售大幅下滑，直接降低了对中国配套零部件的进口需求，如 2008 年前 3 季度对零部件第一出口大国的美国出口金额同比下降 4.58%，而且自 4 月起持续了 6 个月的同比下滑；另一方面全球金融危机传导到实体经济，欠发达国家国内的外资抽回和贸易保护主义抬头，从而减少了对中国整车的进口需求(表 1)；如 9 月中国对俄罗斯、越南、伊朗等国出口数量同比大幅下滑了 31.5%、83.3%和 58.8%。



资料来源：中国汽车工业信息网，中信建投证券研发部

图 1 2008Q3 中国整车出口数量、金额和零部件出口金额增速大幅回落

从出口产品结构来看，2008 年 3 季度整车出口金额 24.45%的同比增速高于零部件 13.85%的增速，2008Q3 整车中货车以 24.77%的出口同比增速领先于轿车 5.28%和客车 0.01%的水平。主要是因为整车出口主要目的国为受全球金融危机影响稍小的欠发达地区，而零部件出口正好相反；在出口竞争力上货车、客车、轿车强弱排序依次递减；我们预计 2009 年出口表现：整车>零部件，货车>客车>轿车。

考虑到全球经济下行，市场对中国出口增速继续下滑形成了共识，汽车行业也难以幸免，但随着世界经济周期走势的日渐明朗和美国政府挽救三大汽车巨头的预期，中国汽车出口增速可能在 2009H1 达到低谷后有所反弹，预计 2009 年整车和零部件出口金额同比下降 15%、20%左右。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表1 2008年9月中国整车对主要欠发达国家出口国的出口普遍大幅负增长

（单位：辆，亿美元）

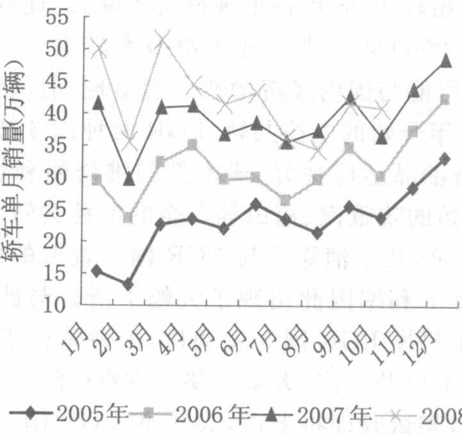
	Sep－08				2008Q1～3			
	出口数量	同比增速	出口金额	同比增速	出口数量	同比增速	出口金额	同比增速
俄罗斯	6 486	－31.50％	1.01	－11.71％	78 256	19.05％	11.77	42.06％
越南	457	－83.31％	0.06	－83.50％	50 887	141.10％	5.31	155.96％
伊朗	1 699	－58.81％	0.26	－64.43％	27 350	49.06％	4.72	29.43％
叙利亚	2 156	－61.67％	0.12	－53.41％	24 153	－41.56％	1.94	9.08％
乌克兰	4 026	－11.90％	0.36	11.78％	58 052	86.88％	4.55	440.26％

资料来源：中国汽车工业信息网，中信建投证券研发部

细分行业分析：子行业需求萎靡

一、轿车行业

2008年8～9月轿车行业销量出现了连续两月的同比负增长，分别同比下降了7.42％和2.34％；虽然10月轿车销量40.96万辆、同比增幅回升至12.33％，但考虑到接近年底厂商向经销商的压货增加，实际数据并不如表面上乐观。2008年前10月轿车总销量419.84万辆，同比增长了10.4％，大幅低于2007年同期25.19％的同比增幅，大幅下滑的主要原因是："全民炒股/基"中股市重挫使得财富严重缩水；宏观经济下行下人均可支配收入增速下滑、消费者信心指数下降；公车限购。



资料来源：中国汽车工业信息网，中经网，中信建投证券研发部

图2 2008年8～9月轿车销量持续同比负增长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2009年宏观经济下滑、人均可支配收入增速继续下滑预期下，轿车销量增速下滑趋势已经确立，但下滑幅度将较大程度依赖于股市财富效应及刺激内需政策的实施力度，而归根结底在于刺激内需政策的实施力度。直接刺激汽车需求的可能政策是降低汽车购置税、取消养路费/车船使用税、提高个人所得税起征点等。我们预计取消养路费/车船使用税将与降低油价和开征燃油附加税构成对轿车需求影响不大的政策组合拳，那么就需要大幅的提高个税起征点、大幅降低汽车购置税等有力政策才能推动汽车需求。不考虑相关的大规模减税措施下我们预计2009年轿车销量520万辆，同比增速回落至3%左右。

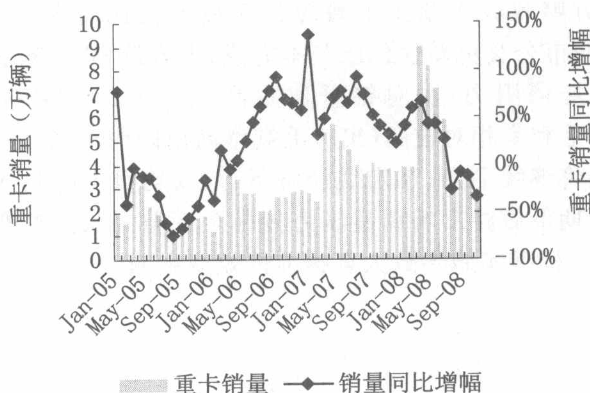
二、重卡行业

2008年上半年在雪灾地震刺激重卡需求集中释放、国3排放标准切换导致的重卡提前性消费下，重卡销量保持了快速增长，但从2008年3月开始总体呈现高位回落趋势。在国3排放标准正式实施后的7～10月里重卡销量持续了4个月的同比负增长，下滑速度更是呈现加快趋势，其中10月销量2.49万辆，同比大幅下滑33.95%，与市场预期的透支性需求效应消退后9月或10月重卡销量将出现反弹的趋势截然相反，更值得引起高度关注的是9月部分公司大幅下调电控共轨国3重卡售价1～1.6万元并未有效抑制下滑趋势，切实反映国内经济下滑下重卡行业调整压力增加(见图3)。

从工程、公路运输、矿山等重卡的三个目标市场来看：2009年国内外宏观经济下行周期里业内对公路运输、矿山市场重卡需求下滑基本没有分歧，但对于2009年工程市场对重卡需求增速的影响上存在争议。根据中信建投研发部宏观组的观点，考虑到工业、房地产基建投资下降影响，预计2009年新增固定投资增速19.3%左右，相较2008年将出现显著下降，因此我们预计工程市场重卡需求下滑概率较大。2009年重卡行业下滑概率较大，下滑幅度大致在20%左右，其年度销量变化可能与国内经济增速一起呈现"前低后高"趋势。

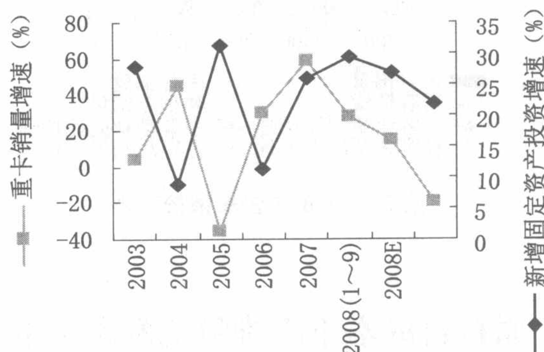
此外，2008年下半年开始的电控共轨、EGR两种国3技术路线主导权之争如火如荼，7～8月具备油品适应性好、成本低与维修便利优势的EGR国3重卡一枝独秀，但9月开始的陕重汽、福田等车企的电控共轨国3整车降价1万～1.6万打响价格战第一枪，几乎消除了与EGR国3重卡的价格差距，但受此影响相关上市公司3季度毛利率因此出现了大幅下滑。与此同时潍柴、大柴、玉柴等发动机厂开始大举研发EGR国3发动机，配备重汽EGR发动机的江淮、华菱、东风柳汽国3重卡以及一汽(大柴)、陕西重汽(潍柴)配置EGR的国3重卡开始上市或已通过台架试验即将上市，2009年EGR国3重卡之间的竞争将白热化，后续推出EGR国3重卡厂商因丧失市场先机被迫的低价入市将继续拉低国3重卡价格中枢。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：中国汽车工业信息网，中经网，中信建投证券研发部

图 3　2008 年重卡销量见顶后快速回落



资料来源：聚源数据，中信建投证券研发部

图 4　2008 年新增固定资产投资增速回落拉低重卡销量

三、客车行业

在公交优先发展、旅游繁荣推动下大中客车行业以销量波动性小的特点成为业内公认的“防御型品种”。但 2008 年客车行业这一趋势未得到延续，下半年也同样进入调整，而且负增长持续了所有 4 个月。2008 年前 10 月客车行业总销量 28.57 万辆，同比增幅仅 2.57%，其中大客、中客、轻客销量增速分别为 17.09%、−1.35%和 1.51%(图 5)。大客作为唯一的亮点，其快速增长主要原因却是国 3 标准切换下的提前性消费和奥运效应。

与市场观点不同的是，我们预计 2009 年客车行业“防御型子行业”的风光不再：①公交市场增长难以为继：大城市加大基础设施建设下大建地铁对公交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的挤出效应；地方财政收支紧张下暂缓公交更新换代需求；2007～2008 年北京、上海等特大城市公交更新换代已基本完成；大容量 BRT 对普通公交的挤出效应；②出口市场遇阻力：占总销量比重高（2007、2008Q1～3 比重分别为 12%、10.56%）、毛利率相对较高（出口毛利率高出国内市场 3～5 个百分点）的客车出口增速仍将继续下滑；③宏观经济下行、人均可支配收入增速和消费者信心指数下滑预期下旅游市场调整压力传导至下游的旅游客车和公路客车市场；④2008 年国 3 标准实施导致大客提前性效应影响。

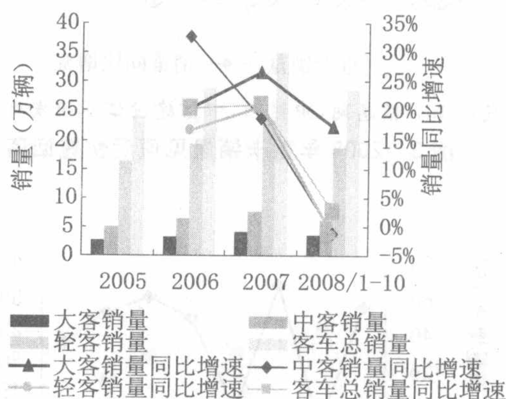


图 5　2008 年客车销量下滑

原材料成本下降难阻毛利率下滑

一、钢材价格下降空间小

汽车行业原材料成本中钢材占比高达 60%～70%，其价格变动对汽车业成本影响大。上半年，国内钢材、橡胶等原材料和燃料动力的快速上涨大幅增加了汽车行业的成本压力，汽车行业上市公司毛利率普遍出现了大幅下滑。2008 年 7 月上旬国内冷轧、热轧、中厚板等汽车钢材触顶回落，但考虑到汽车企业 1～2 个月原材料与外购零部件的库存量，2008Q3 汽车制造业毛利率仍持续了下降趋势。11 月 15 日汽车主要钢材价格已跌破近 3 年来最低水平。因钢铁企业的大幅亏损和汽车钢材的需求刚性，即使考虑到铁矿石、焦煤等钢铁上游原材料的降价预期，汽车主要钢材下跌空间已不大（10%左右）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

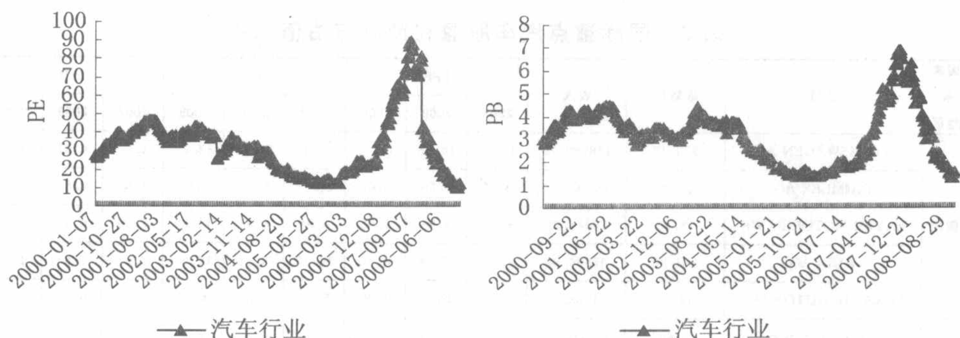
二、价格竞争拉低毛利率

从6月开始，迫于需求萎靡的压力，轿车厂商陆续开始又一轮大范围、大幅度降价，其中中高级轿车降价幅度甚至超过2万元；8～9月电控共轨国3重卡行业开始了1万～1.6万元幅度的降价，降价潮从乘用车行业蔓延至商用车行业、从即将退市的老款车蔓延至新上市车型。9月小轿车、卡车价格指数2.24%和4.7%，拉动汽车价格指数下降2.6%。伴随着降价潮是6～8月整车和零部件行业毛利率的明显环比下滑，分别比2008年3～5月下降了2.13%和0.13%。

因此，基于出口受阻增加国内汽车市场压力下大范围、大幅度降价成为市场主旋律，以及轿车、重卡等子行业产能利用率下滑；我们预计汽车行业2009年毛利率仍将进一步下滑。

汽车行业估值基本合理

从绝对估值的纵向比较来看，汽车行业估值已处于基本合理空间（图6）：2008年随着A股大盘重挫，汽车板块股价也进行了深度调整。截至10月底，汽车板块PE、PB水平（计算时采用整体法，剔除负值，净收益、净资产选取上年年报数据）下滑至9.76倍和1.29倍，已成为21世纪来的最低水平，估值已基本合理。



资料来源：WIND资讯；中信建投证券研发部

图6 2008年10月底汽车行业PE、PB为21世纪以来最低水平

从相对估值的国内比较来看，汽车行业估值趋于合理（表2）：汽车股作为典型的周期性行业，其估值水平往往低于大盘平均水平，在21世纪以来汽车板块的PE、PB相对沪深300成分股平均估值水平最大低估幅度分别为25%和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

30%(计算时采用整体法,剔除负值,净收益、净资产选取上年年报数据)。截至10月底,汽车板块的PE、PB相对于沪深300成分股平均水平的折让已达到创新高的27%和40%,11月的汽车股反弹后的折让幅度仍为24.5%和36.7%,因此从相对估值水平来说汽车板块估值水平也基本合理。

从相对估值的国际比较来说,中国汽车股估值基本与国际接轨:根据我们对国际重点汽车公司估值的统计(表3),以11月19日收盘价计算的A股汽车公司12.02倍和1.57倍的PE、PB(上年年报)水平,基本与日本、德国、法国、意大利、中国香港等国家和地区的重点汽车公司平均估值水平相差无几,但是明显低于俄罗斯、印度等国的估值水平。

表2 A股汽车板块相对大盘估值基本合理

板块	PE			PB		PS		
	2007	TTM	08Q3×4/3	2007	MRQ	2007	TTM	08Q3×4/3
汽车	12.02	12.66	12.98	1.57	1.51	0.54	0.49	0.48
沪深300成分	15.5	13.96	13.35	2.48	2.31	1.82	1.48	1.48
汽车股估值折让	22.45%	9.31%	2.77%	36.69%	34.63%	70.33%	66.89%	67.57%
21世纪来A股汽车板块估值折让最大值(上年年报)	25%			30%		—		

资料来源,WIND资讯,中信建投证券研发部

表3 国际重点汽车股盈利预测与估值水平

国家和地区	公司	最新价	收入	EPS			P/E			P/B		
				2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
德国	VOLKSWAGEN AG	370.13	148999.70	14.32	14.88	11.17	14.94	31.72	42.25	1.94	4.31	4.00
	DAIMLER AG	20.35	136003.90	5.25	4.66	3.62	14.18	6.18	7.96	1.83	0.62	0.60
	BAYER MOTOREN WK	18.50	76647.32	6.55	2.96	1.88	8.94	8.14	12.80	1.29	0.55	0.56
	AUDI AG	364.20	45996.88	52.72	62.26	40.97	16.12	8.11	12.33	3.21	1.83	1.80
	PORSCHE AUTO-PFD	47.50	11083.30	31.53	29.23	13.22	5.59	2.67	4.77	2.47	0.73	0.61
美国	FORD MOTOR CO	1.26	172455.00	-1.38	-2.79	-2.13	N.A.	N.A.	66.88	4.10	6.18	2.24
	GENERAL MOTORS	2.79	181122.00	-68.45	-24.21	-16.67	N.A.	32.38	40.54	N.A.	N.A.	N.A.
日本	TOYOTA MOTOR	2945.00	229919.20	4.38	5.46	2.40	14.74	5.59	13.11	2.04	0.75	0.80
	HONDA MOTOR CO	1906.00	104973.80	2.78	3.75	2.64	12.66	5.47	8.02	1.67	0.74	0.75
	NISSAN MOTOR CO	327.00	94666.13	0.96	1.15	0.51	11.24	3.02	6.98	1.46	0.36	0.39
	MAZDA MOTOR	163.00	30398.40	0.45	0.61	0.42	12.40	2.97	4.47	1.94	0.47	0.45

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

国家和地区	公司	最新价	收入	EPS			P/E			P/B		
				2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
法国	PEUGEOT SA	13.33	82934.49	5.32	3.69	0.59	13.36	4.55	28.59	0.83	0.21	0.22
意大利	FIAT SPA	4.98	80083.03	2.12	2.01	1.13	11.44	3.12	5.53	2.06	0.52	0.49
韩国	HYUNDAI MOTOR	40000.00	32809.53	6.26	4.40	4.80	12.32	7.58	6.95	0.84	0.64	0.57
	KIA MOTORS CORP	7130.00	17162.32	−0.47	0.28	0.95	N.A.	21.09	6.15	0.80	0.57	0.56
	SSANGYONG MOTOR	985.00	3356.74	0.10	0.42	0.57	64.58	5.10	3.75	0.78	0.36	0.33
中国香港	DENWAY MOTORS	1.57	110.56	0.04	0.05	0.05	17.34	4.57	4.21	3.25	0.85	0.76
	GEELY AUTOMOBILE	0.41	17.59	0.01	0.01	0.02	13.79	4.00	3.21	1.87	0.96	0.75
印度	MARUTI SUZUKI IN	485.00	4474.28	1.22	1.67	1.15	14.92	7.73	9.00	3.38	1.71	1.49
俄罗斯	AVTOVAZ−CLS	N/A	7332.36	0.10	0.17	0.21	17.08	4.70	3.88	1.62	0.27	0.25

注：2008～2009 年 PE、PB 数据来自于彭博预测值，2008～2009 年 EPS 数据来自彭博 BEst 预测值。

资料来源：BLOOMBERG，中信建投证券研发部

行业投资策略：跟随政策节奏，挖掘资产重组

尽管汽车行业估值已趋于合理，但在明显的宏观经济和行业下行周期（表 4）中，汽车行业仍缺乏良好的投资机会，基本只有阶段性和题材性投资机会。阶段性机会来自于超预期的重大政策出台带来的市场波动，而题材性投资机会在于挖掘资产重组。

表 4　2009 年汽车行业处于下降周期（单位：辆）

时间	2005		2006		2007		2008/1−10		2008E		2009E	
	销量	同比增幅	销量	同比增幅	销量	同比增幅	销量	同比增幅	销量	同比增幅	销量	同比增幅
整车	5 758 189	13.55%	7 215 972	25.32%	8 791 528	21.83%	7 944 792	13.94%	9 465 000	7.7%	9 727 930	2.8%
乘用车	3 971 101	18.88%	5 175 961	30.34%	6 297 538	21.67%	5 641 627	11.07%	6 750 000	7.2%	7 021 300	4.0%
轿车	2 787 416	19.81%	3 828 862	37.36%	4 726 617	23.45%	4 198 696	10.40%	5 040 000	6.6%	5 191 200	3.0%
MPV	155 834	42.76%	191 090	22.62%	225 745	18.14%	169 026	−7.67%	205 000	−9.2%	194 750	−5.0%
SUV	196 401	20.63%	238 106	21.23%	357 366	50.09%	371 840	31.58%	445 000	24.5%	511 750	15.0%
交叉型	831 450	12.04%	917 903	10.40%	987 810	7.62%	902 065	11.40%	1060 000	7.3%	1 123 600	6.0%
商用车	2E+06	−12.42%	2 040 011	16.32%	2 493 990	22.25%	2 303 165	15.86%	2 715 000	8.9%	2 706 630	−0.3%
卡车	1E+06	−2.71%	1 751 105	17.95%	2 144 510	22.47%	2 017 498	12.56%	2 360 000	10.0%	2 350 750	−0.4%
重卡	236 586	−36.19%	307 296	29.89%	487 481	58.64%	501 851	21.62%	555 000	13.9%	444 000	−20.0%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

时间	2005		2006		2007		2008/1－10		2008E		2009E	
	销量	同比增幅	销量	同比增幅	销量	同比增幅	销量	同比增幅	销量	同比增幅	销量	同比增幅
中卡	161 005	－8.33%	201 818	25.35%	236 722	17.29%	180 766	－8.45%	245 000	3.5%	232 750	－5.0%
轻卡	853 624	5.64%	950 895	11.40%	1 104 877	16.19%	1 031 665	10.89%	1 200 000	8.6%	1 296 000	8.0%
微卡	233 402	36.13%	291 096	24.72%	315 430	8.36%	303 216	20.38%	360 000	14.1%	378 000	5.0%
客车	269 152	－43.52%	288 906	7.34%	349 480	20.97%	285 667	2.57%	355 000	1.6%	355 880	0.2%
大客	28 979	10.92%	31 716	9.44%	40 139	26.56%	35 886	17.09%	45 000	12.1%	45 000	0.0%
中客	61 945	17.48%	64 615	4.31%	78 634	21.70%	62 520	－1.35%	76 000	－3.3%	72 200	－5.0%
轻客	178 228	－55.19%	192 575	8.05%	230 707	19.80%	187 261	1.51%	234 000	1.4%	238 680	2.0%

资料来源：中国汽车工业信息网，中信建投证券研发部

2009年国内政策以拉内需、保增长为第一要务。对汽车行业已基本明确的政策为燃油税为核心的相关政策组合拳，未来可能的重点后续政策包括降低购置税、降低个税（两者利多乘用车）、取消部分二级公路通行费等政策（利多重卡、大客），虽然政策很难改变行业下行趋势，但强有力的政策力度能部分烫平行业周期，为阶段性投资提供机会；鉴于国内经济和汽车行业销量前低后高趋势，2009年政策带来的波段性机会在上半年出现概率较大。

题材性投资机会在于挖掘政策和市场竞争推动的资产重组。资产整合对上市公司业绩的大幅改善在上海汽车、中国重汽、贵航股份上得到充分体现，投资者也从中收获颇丰。我们认为2009年具备资产者整合预期的上市公司如表5所示，建议投资者重点关注具有整体上市预期的一汽轿车（一汽集团）、长安汽车（南方汽车），新中航资产整合下资产注入预期的贵航股份，具有并购价值的长丰汽车、金龙汽车，以及三龙股权整合的金龙汽车等。

表5　汽车行业上市公司资产整合：案例与预期

	整体上市	资产注入/置换	并购标的
已实施	上海汽车（上汽集团）、东风汽车（东风集团，港股）	宇通客车、万向钱潮、中鼎股份、中国重汽、亚星客车、昌河股份	上柴股份、缃火炬
实施预期	一汽轿车（一汽集团）、长安汽车（南方汽车）、福田汽车（北汽集团）、东风汽车（东风集团）	贵航股份（新中航航空与汽车零部件资产）、中国重汽（集团变速箱、发动机等核心总成资产）、金龙汽车（大金龙、苏州金龙股权整合）、万向钱潮（集团汽车零部件资产）	长丰汽车、金龙汽车

资料来源：中国汽车工业信息网；中信建投证券研发部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重点上市公司分析

一、一汽轿车(000800)：增持——弱市中较好的防御性品种

一汽公司前三季度实现营业收入157.88亿元，同比增幅63.3%，净利润8.63亿元，同比增长64.8%，在汽车股里业绩增速领先。其主要原因是在轿车行业调整中，公司奔腾和马6两大主打产品销量增速逆势而上，前三季度总销量为35 991辆和52 788辆，同比增幅为130.7%和48.0%，而同期轿车行业销量同比增幅仅为10.1%，充分体现了公司产品性价比基础上的市场竞争优势。随着销量的快速增长，2008Q3公司毛利率同比、环比都出现了稳步提升，并维持在23.08%高位。此外，公司期间费用控制较好，前3季度公司3项费用率都保持了同比下降趋势，合计降低了0.75%；

年底公司即将正式推出以2.5排量为主的2009新款睿翼马6，与老款马6分别主攻20万元以上2.5L与20万元以下2.0L排量的细分市场，将有力丰富产品型谱、提升品牌形象和提高市场竞争力；我们认为公司马6、奔腾产品的“中高级轿车”市场定位、性价比优势和外观与综合性能优势有助于抵御行业调整压力，而马6、奔腾共线生产为公司根据市场情况灵活选择产品组合、控制成本拓展了空间；预计公司2008、2009年EPS分别为0.64元和0.59元，其自身业绩基本能支撑目前股价，而作为一汽集团的整体上市平台的预期将提高投资公司的安全边界，因此我们维持对公司的“增持”投资评级。

二、贵航股份(600523)：增持——资产注入可期，受益航空大发展

2008Q1～3公司实现营业收入10.91亿元，同比增长52.7%，净利润7335.67万元，同比增长118.2%。公司业绩大幅增长的主要原因是3月完成注入万江机电和华阳电工厂两块资产。同比口径下公司营业收入、净利润同比增幅分别为11.4%和5.0%。

公司在汽车密封条、汽车电器开关、空气滤清器等市场份额位居行业前列，其核心竞争力在于领先的航天技术支撑下的汽车零部件领域的技术优势，近年来持续了稳定的发展势头；而2008年通过定向增发实现了上市后的首次融资，收购集团盈利能力强的万江机电和华阳电工厂100%股权是3季报大幅增长的主要原因，公司也顺利实现了从汽车零部件向盈利能力超强的航空产品(航空产品毛利率稳定在40%左右)的延伸，而且也透露出通过充分利用资本市场加速发展的经营思路转变，以及贵航集团甚至新中航将公司作为汽车零部件与航

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

空电子/材料等通用零部件资产整合平台的战略意图。

公司投资亮点在于国家加速航空产业发展大背景、新中航做大做强航空和汽车两大产业为公司汽配和航空产品两大板块提供了发展新契机，以及新中航挂牌后资产整合全面展开下中短期内对公司资产注入预期强烈。不考虑新资产注入，预计公司2008～2010年EPS分别为0.27、0.31和0.46元。虽然公司不具备明显的相对估值优势，但公司未来三年业绩复合增长率26%，我们对公司绝对估值和相对估值结果表明公司合理价值在6.8～8元之间，目前公司股价略微低估，我们给予“增持”评级，而对公司强烈的资产注入预期则增加了投资的安全边界。

三、中国重汽(000951)：中性——引领行业技术发展路线，业绩仍将继续下滑

2008年上半年公司率先推出EGR国3重卡成功主导国3重卡技术发展路线，公司市场占有率也从上半年的13.82%上升至3季度的17.27%；但3季度开始的行业调整对业绩的压力立即得以体现，3季度毛利率环比下降2.87个百分点使得3季度公司EPS仅0.11元，环比下降高达81%，我们预计根本原因还在于行业调整时公司EGR国3产品让利切入市场(对经销商直接销售让点)和2季度原材料上涨的全面滞后效应。

11月份重汽集团为打造产业链控制力对大同齿轮进行了整合，我们认为从长期来看有利于公司降低变速箱的采购成本和促进整车、变速箱等核心部件的协同发展。

8～10月电控共轨国3重卡大幅降价并未有效推动销量回升充分反映了经济下行中重卡实际需求下滑，我们认为09年公司面临行业调整、EGR竞争白热化拉低重卡价格中枢两大挑战，而出口又面临俄罗斯和越南等主要出口国经济衰退、贸易壁垒等严重考验，预计公司08、09年EPS到1.34元和1.15元，维持“中性”的投资评级。

四、宇通客车(600066)：中性——大幅计提金融资产减值损失拖累业绩

前3季度完成营业收入59.09亿元，同比增长20.58%；净利润为3.75亿元，同比增长113.97%。公司业绩大幅低于市场预期，其主要原因是3季度公司提取资产减值损失1.60亿元，此外公司客车主业业务也出现了下滑，3季度销量4994辆，同比下降23.2%；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出口内销压力重重：2008 年公司古巴逾 2 000 辆订单推迟将导致 2008 年出口基本与 2007 年持平，国际油价大幅下滑、经济危机下 2009 年对主要出口国的古巴、俄罗斯、伊朗、越南的出口形势严峻，公司 2009 年出口负增长概率较大；而 09 年国内客车市场调整压力下，公司新增 1 万辆产能将大幅增加销售压力，产能利用率将下滑。

因 2 季度原材料大幅上涨的滞后影响和公交客车销量占比上升，3 季度公司毛利率创下近年来新低的 13.1%；虽然 2009 年中厚板均价下降 30%提升毛利率约 1.8%，但考虑到毛利率低的公交与轻型客比重上升、新增产能的折旧增加、产能利用率下滑，预计 2009 年毛利率与 2008 下半年基本持平；巨额金融资产投资仍将继续拖累公司业绩。截至 11 月 24 日公司持有的中国人寿、江西铜业、中国平安等金融资产剔除三季度计提的 1.6 亿减值损失后仍有账面浮亏 1.24 亿，公司将面临计提减值损失或割肉出售的两难选择；预计公司 2008、2009 年 EPS 分别为 0.66 元、0.54 元，维持“中性”的投资评级。

表 6　汽车行业重点上市公司估值

证券代码	公司名称	最新价（元）	A 股市值（亿元）	每股收益 EPS			市盈率 PE			投资评级
				2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E	
000800	一汽轿车	6.15	100.09	0.34	0.64	0.59	18.09	9.61	10.42	增持
000581	贵航股份	6.17	17.82	0.18	0.27	0.31	34.28	22.85	19.90	增持
000951	中国重汽	12.48	52.34	1.71	1.34	1.15	7.30	9.31	10.85	中性
000338	潍柴动力	26.69	105.20	4.42	4.32	2.99	6.04	6.18	8.92	中性
000581	威孚高科	4.97	22.48	0.41	0.35	0.46	12.12	14.20	10.80	中性
600660	福耀玻璃	4.16	83.32	0.46	0.38	0.39	9.04	10.95	10.67	中性
600066	宇通客车	8.17	42.48	0.72	0.66	0.54	11.35	12.38	15.07	中性
600686	金龙汽车	5.34	23.63	0.61	0.52	0.46	8.75	10.27	11.53	中性
000927	一汽夏利	3.70	59.02	0.15	0.10	0.08	23.90	35.58	44.05	中性
600104	上海汽车	5.51	360.96	0.71	0.38	0.36	7.76	14.50	15.31	中性
000625	长安汽车	3.67	63.46	0.28	0.18	0.17	13.11	20.39	21.59	中性

资料来源：WIND 资讯，中信建投证券研发部

风险分析

（1）国内宏观经济下滑超预期；

（2）全球经济危机爆发下贸易保护主义盛行，汽车出口增速低于预期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

北京　中信建投证券研究发展部
中国　北京　100010
朝内大街 188 号 4 楼
电话：(8610) 8513—0588
传真：(8610) 6518—0322

上海　中信建投证券研究发展部
中国　上海　200120
世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话：(8621) 6880—5588
传真：(8621) 6880—5010

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

逆市布局

经济危机下的经营投资策略

虽然欧美金融危机已经出现拐点，但由此造成的恐慌正在全球蔓延。发达经济体衰退已成定局，其中欧元区的衰退较之美国将更为严重。

全球经济增长将长期低迷，呈L型走势。

货币政策难以降低资金成本。应对周期下行的财政政策可以熨平周期，但无法改变周期。

金融危机所致周期下行的复苏期可能需要4年左右时间。美股则可能于2009年第3季度形成长期底部。

当前中国经济的回落是国内国际经济作用相互交织的结果，也是经济增长周期的必然，做好“过冬”准备才能有备无患。

中国经济2009年能保持8%的增长：高储蓄带来的廉价资本将推动投资维持高位，财政盈余与发债空间保证了中国采用积极财政政策拉动经济增长的空间。此外，大宗商品价格的迅速回落也将为国内经济的发展带来良好的市场环境。

ISBN 978-7-5060-3389-3



上架建议 投资理财

定价：49.00元